

658.15

mul

R c1

**REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN
INISIASI DAN OMISI DIVIDEN
PADA PERUSAHAAN INDUSTRI FINANCIAL
DI BURSA EFEK JAKARTA**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
Memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Oleh :

**SUHARDONO KUSUMA MULIA
NIM C4A002178**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2004**

UPT-PUSTAK-UNDIP



Sertifikat

Saya, Suhardono Kusuma Mulia, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Suhardono Kusuma Mulia

14 Mei 2004

PENGESAHAN TESIS

Yang bertandatangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul

REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN INISIASI DAN OMISI DIVIDEN PADA PERUSAHAAN INDUSTRI FINANCIAL DI BURSA EFEK JAKARTA

**Yang disusun oleh Suhardono Kusuma Mulia, NIM C4A 002178
Telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 15 Mei 2004
Dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.**

Pembimbing Utama



DR. Sugeng Wahyudi, MM

Pembimbing Anggota



Drs. Basuki HP., MBA, Macc., Akt

**Semarang, 15 Mei 2004
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program**



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

Kepada Allah, aku hambamu, berterima kasih atas segala nikmat yang selalu Engkau berikan kepadaku.

Kepada ibuku dan istriku serta anak-anakku, terima kasih atas segalanya.

Aku persembahkan tulisan ini kepada "anakku" yang masih dalam kandungan ibunya.

Suatu hasil adalah penting, namun jauh diatas itu ada yang lebih penting, prosesnya.....

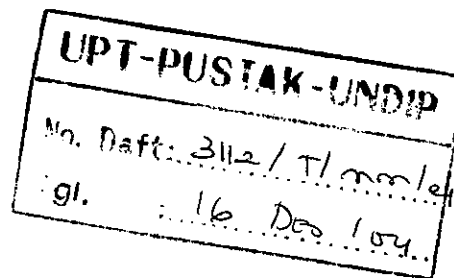
Bagaimana kita mengerjakan sesuatu dengan sekuat kemampuan kita,

Bagaimana kita bisa mengambil pelajaran dari apa yang kita kerjakan,

Bagaimana tenaga kita terkuras,

Bagaimana keringat kita mengucur,

'itulah.... yang bisa kita ceritakan kepada semua orang, bukan hasilnya #



ABSTRACT

The purpose on this paper is to study empirically the market reactions to dividend initiations and dividend omissions. Dividend initiation is firm announcement to pay dividend initially. The company omitted dividend payment at least two years, and pay it this year. The other way, Dividend omission is firm announcement to omit dividend payment. This company paid the dividend for at least two years and then paid no cash payment this year.

This paper used sample of 13 announcement of dividend policy. The sample consist of 10 dividend initiations and 3 dividend omissions. The sample from finance sector of Jakarta Stock exchange during 1999 until 2002. The market response to dividend initiations and dividend omissions are examined using event study methodology. To reduce bias beta effects on Jakarta Stock Exchange, this study using Fowler and Rorke 4 lag and 4 lead methode to correct beta. The statistic method used to test hypotheses is t-test.

Overall, the dividend policy announcement has an information content. For dividend initiations, the empirical results find that there are positive abnormal return for reporter firm and negative abnormal return for non reporter firm. For dividend omissions, the empirical results find that there are negative abnormal return for reporter firm and negative abnormal return for non reporter firm.

Key words : dividend initiations, dividend omissions, abnormal return, and market reaction.

ABSTRAKSI

Tujuan dari tesis ini adalah untuk menguji reaksi pasar terhadap kebijakan inisiasi dan omisi dividen. Inisiasi dividen adalah kebijakan membayar dividen setelah minimal dua tahun perusahaan tidak membayarkan dividen. Omisi dividen adalah kebijakan menghentikan pembayaran dividen setelah selama dua tahun membayar dividen.

Penelitian ini menggunakan 13 sample perusahaan yang mengumumkan kebijakan dividen. 10 perusahaan mengeluarkan kebijakan inisiasi dividen dan 3 omisi dividen. Yaitu perusahaan-perusahaan pada sektor financial selama periode 1999 sampai 2002. Metodologi yang digunakan adalah event study. Untuk mengurangi bias digunakan metode Fowler dan Rorke 4 leg dan 4 lead. Sedangkan untuk menguji hipotesis digunakan uji statistik t-test.

Secara umum hasil penelitian menyimpulkan bahwa pasar bereaksi terhadap kebijakan dividen. Pada inisiasi dividen pasar bereaksi positif pada perusahaan reporter dan bereaksi negatif pada perusahaan-perusahaan sektor financial. Pada omisi dividen pasar bereaksi secara acak (positif dan negatif) pada perusahaan reporter dan negatif pada perusahaan-perusahaan sektor financial.

Kata Kunci : Inisiasi Dividen, Omisi Dividen, Abnormal Return, dan

Reaksi Pasar

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis haturkan pada Robb, Allah SWT yang telah memberikan karunia nikmat-Nya yang menjadikan terselesaikannya Tugas Akhir ini dengan baik.

Tugas Akhir ini merupakan persyaratan dalam meraih gelar S2 di Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.

Selama penulisan Tugas Akhir, penulis telah mendapatkan banyak bantuan dari berbagai pihak, untuk itu ucapan terima-kasih dihaturkan kepada:

1. Bapak Prof. Dr.Suyudi Mangunwihardjo, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang,
2. Bapak DR. Sugeng Wahyudi, MM, selaku Dosen Pembimbing 1,
3. Bapak Drs. Basuki HP., MBA, Macc., Akt, selaku Dosen Pembimbing 2,
4. Bapak-bapak dan Ibu-ibu dosen yang terus menerus memberikan bimbingannya kepada kami,
5. Semua unsur yang terkait menyangkut administrasi,
6. Teman-teman ku semua, tanpa terkecuali.

Penyusun menyadari bahwa karya yang dipersembahkan sangat jauh dari kata sempurna, untuk itu masukan yang bersifat membangun sangat diharapkan. Terakhir, semoga segala yang telah dikerjakan dapat memberikan manfaat dan mendapatkan Ridlo dari Allah SWT.

Semarang, Mei 2004

Penyusun

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
SURAT PERNYATAN KEASLIAN TESIS.....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN.....	iii
HALAM MOTTO/PERSEMBAHAN.....	iv
ABSTRACT.....	v
ABSTRAKSI.....	vi
KATA PENGANTAR.....	vii
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
 BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	9
1.3. Tujuan Penelitian.....	10
1.4. Kegunaan Penelitian.....	10
 BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS	
2.1. Telaah Pustaka.....	12
2.1.1. Kebijakan Dividen.....	12
2.1.2. Dividen Sebagai Sinyal.....	13
2.1.3. Kandungan Informasi Dividen.....	15
2.1.4. Tranfer Informasi Pengumuman dividen.....	17
2.1.5. Inisiasi Dividen dan Transfer Informasi.....	19
2.1.6. Omisi Dividen dan Tranfer Informasi.....	21
2.1.7. Penelitian Terdahulu.....	22
2.1.8. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	26

2.2.	Hipotesis dan Difinisi Operasional Variabel.....	27
2.2.1.	Hipotesis.....	27
2.2.2.	Difinisi Operasional Variabel.....	29
BAB III	METODE PENELITIAN	
3.1.	Jenis dan Sumber Data.....	31
3.2.	Populasi dan Sampel.....	32
3.3.	Metode Pengumpulan Data.....	33
3.4.	Teknik Analisis.....	34
3.5.	Pengujian Hipotesis.....	37
3.6.	Pengujian Gejala Asumsi Klasik.....	38
3.6.1.	Uji Normalitas Data.....	38
BAB IV	ANALISIS DAN PEMBAHASAN	
4.1.	Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	40
4.1.1.	Pasar Modal Sebagai Sumber Informasi.....	40
4.1.2.	Gambaran Sektor Financial.....	41
4.2.	Gambaran Perusahaan.....	42
4.2.1.	Gambaran Perusahaan yang Melakukan Kebijakan Inisiasi Dividen.....	42
4.2.2.	Gambaran Perusahaan yang Melakukan Kebijakan Omisi Dividen.....	43
4.3.	Pengujian Normalitas Data.....	44
4.4.	Koreksi Bias Beta Sekuritas.....	45
4.5.	Pengujian Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Pasar.....	48
4.5.1.	Pengujian Pengaruh Kebijakan Inisiasi Dividen terhadap Pasar.....	55
4.5.2.	Pengujian Pengaruh Kebijakan Omisi Dividen	

	terhadap Pasar.....	60
BAB V	KESIMPULAN, IMPLIKASI KEBIJAKAN DAN SARAN	
5.1.	Kesimpulan.....	65
5.1.1.	Reaksi Pasar terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen	66
5.1.2.	Reaksi Pasar terhadap Kebijakan Omisi Dividen	67
5.2.	Implikasi Manajerial.....	67
5.3.	Keterbatasan Penelitian dan Saran.....	69
DAFTAR PUSTAKA	71
LAMPIRAN-LAMPIRAN	76

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Ringkasan Penelitian Terdahulu.....	24
Tabel 3.2	Jumlah Populasi/Sampel.....	33
Tabel 4.2.1	Perusahaan yang Melakukan Inisiasi Dividen.....	43
Tabel 4.2.2	Perusahaan yang Melakukan Omisi Dividen.....	44
Tabel 4.4.a	Hasil Penghitungan Koefisiensi Regresi selama Estimation Period Perusahaan yang melakukan Kebijakan Dividen..	46
Tabel 4.4 b	Hasil Penghitungan Koefisiensi Regresi selama Estimation Period Perusahaan-perusahaan Sektor financial atas Kebijakan Dividen.....	48
Tabel 4.5.a	AAR dan CAAR Perusahaan yang mengeluarkan Kebijakan Inisiasi dan Omisi Dividen.....	52
Tabel 4.5.b	AAR dan CAAR Perusahaan Sektor Financial atas Kebijakan Inisiasi dan Omisi Dividen.....	54
Tabel 4.5.1a	AAR dan CAAR Perusahaan yang mengeluarkan Kebijakan Inisiasi Dividen.....	56
Tabel 4.5.1b	AAR dan CAAR Perusahaan Sektor Financial atas Kebijakan Inisiasi Dividen.....	59
Tabel 4.5.2a	AAR dan CAAR Perusahaan yang mengeluarkan Kebijakan Omisi Dividen.....	62
Tabel 4.5.2b	AAR dan CAAR Perusahaan Sektor Financial atas Kebijakan Omisi Dividen.....	64

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	27
Gambar 4.5.a AAR dan CAAR Perusahaan yang mengeluarkan Kebijakan Inisiasi dan Omisi Dividen.....	51
Gambar 4.5.b AAR dan CAAR Perusahaan Sektor Financial atas Kebijakan Inisiasi dan Omisi Dividen.....	53
Gambar 4.5.1a AAR dan CAAR Perusahaan yang mengeluarkan Kebijakan Inisiasi Dividen.....	55
Gambar 4.5.1b AAR dan CAAR Perusahaan Sektor Financial atas Kebijakan Inisiasi Dividen.....	58
Gambar 4.5.2a AAR dan CAAR Perusahaan yang mengeluarkan Kebijakan Omisi Dividen.....	61
Gambar 4.5.2b AAR dan CAAR Perusahaan Sektor Financial atas Kebijakan Omisi Dividen.....	63

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Return Saham.....	76
Lampiran 2 Return Standardisasi.....	83
Lampiran 4 Beta untuk Perhitungan 4 Lead dan 4 Leg Saham Perusahaan Reporter.....	89
Lampiran 4 Beta untuk Perhitungan 4 Lead dan 4 Leg Saham Perusahaan Sektor Financial.....	90
Lampiran 5 Beta untuk Perhitungan 1 Lead dan 1 Leg Saham.....	91
Lampiran 6 Perhitungan Beta.....	92
Lampiran 7 Perhitungan Abnormal Return dan Expected Return Perusahaan Reporter.....	93
Lampiran 8 Perhitungan Abnormal Return dan Expected Return Perusahaan Sektor Financial.....	96

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Sesuai dengan Undang-undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pasar modal Indonesia diakui mempunyai peran yang strategis dalam pembangunan ekonomi nasional. Salah satu peran pasar modal dalam pembangunan ekonomi nasional adalah sebagai salah satu sumber pembiayaan eksternal bagi perusahaan. Dalam perdagangan di pasar modal hal yang perlu diperhatikan adalah masalah informasi. Informasi merupakan salah satu hal penting dalam perkembangan pasar modal yang efisien. Informasi yang relevan ini dapat mempengaruhi harga sekuritas di pasar modal, seperti yang dinyatakan Jogiyanto Hartono (1998), bahwa kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah dengan melihat hubungan antara harga dan informasi.

Rina BR Bukit dan Jogiyanto (2000) menyatakan bahwa seorang investor yang rasional melakukan analisis sebelum membuat keputusan berinvestasi. Investor membutuhkan informasi yang akan dijadikan sinyal untuk menilai prospek masa depan perusahaan. Ada dua jenis informasi yang merupakan sinyal penting yang diterbitkan perusahaan untuk umum yaitu laba perusahaan dan dividen per lembar saham (Setyorini 2001). Lebih lanjut Zaenal Arifin (1993) menyatakan bahwa pengumuman dividen dan pengumuman laba pada periode sebelumnya adalah dua jenis pengumuman yang paling sering digunakan oleh manajer- manajer perusahaan untuk

menginformasikan prestasi dan prospek perusahaan. Kedua informasi tersebut merupakan sinyal yang sangat penting bagi investor. Aharony dan Swary (1980) menunjukkan bahwa informasi yang diberikan pada saat pengumuman dividen lebih berarti dari pada pengumuman earning. Hipotesis kandungan informasi dividen menyatakan bahwa manajer menggunakan pengumuman pembagian dividen tunai sebagai sinyal perubahan ekspektasi terhadap prospek perusahaan di masa mendatang. Jika pengumuman tersebut mempunyai arti penting bagi investor maka akan berpengaruh terhadap harga saham dan *return* saham (Pettit, 1972).

Farid Arif Wibowo dan indriantoro (1998) menyatakan bahwa dividen merupakan salah satu hasil yang diharapkan investor ketika membeli saham, selain *capital gain*. Dividen dibayarkan kepada investor oleh perusahaan sebagai distribusi yang dihasilkan oleh operasi perusahaan. Dalam membagikan dividen, perusahaan mempertimbangkan proporsi pembagian antara pembayaran kepada pemegang saham dan reinvestasi dalam perusahaan. Hal ini karena laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu sumber pendanaan yang sangat signifikan bagi pertumbuhan perusahaan, tetapi dividen juga merupakan aliran kas yang harus dibagikan kepada pemegang saham. Namun ada satu kenyataan bahwa kinerja perusahaan dianggap baik jika perusahaan mampu membayar dividen lebih tinggi dari yang diharapkan oleh pemegang saham. Bagi investor dividen juga merupakan salah satu alat *signaling* yang mampu memberikan berbagai sinyal tentang prospek *cash flow* perusahaan (Setyorini, 2001). Fenomena pembagian dividen saham merupakan fenomena yang menarik.

Beberapa penelitian menyebutkan bahwa fenomena ini banyak menimbulkan teka-teki (*puzzled*). Lebih lanjut Farid Arif Wibowo dan Indriantoro (1998) menyatakan bahwa suatu pengumuman dividen mengindikasikan bahwa perusahaan sedang memperkuat kas karena perusahaan sedang menghadapi masa-masa sulit, tetapi dividen saham juga mungkin menunjukkan bahwa perusahaan justru sedang mengekspresikan kepercayaan diri (*konvidensi*). Hal yang pertama bisa ditafsirkan bahwa perusahaan mengumumkan dividen saham karena sedang mengalami kerugian dan kegentingan yang akut, sedangkan yang kedua bisa juga dipahami bahwa perusahaan justru ingin menanamkan investasi pada suatu usaha yang menguntungkan. Untuk membedakan perusahaan yang prospektif dan perusahaan yang mengalami krisis, pasar membutuhkan informasi penegas untuk mengklasifikasikan perusahaan yang mengumumkan dividen saham sebagai perusahaan yang “baik” dan yang “buruk”. Selain itu pasar juga akan memakai informasi-informasi lain mengenai perusahaan sebagai pelengkap (komplemen) terutama yang dipublikasikan oleh perusahaan (Farid Arif Wibowo dan Indriantoro, 1998).

Kebijakan perusahaan untuk membayar dividen pertama kali atau pertama kalinya setelah ditunda beberapa periode disebut dengan *dividend initiations* dan merupakan sinyal yang baik. Manajer perusahaan tidak akan membayar dividen kalau mereka tidak yakin mengenai pertumbuhan laba dan arus kas perusahaan dimasa mendatang. Sebaliknya kebijakan perusahaan untuk menghapus dividen pertama kalinya disebut dengan *dividend omissions* dan merupakan sinyal yang buruk (Rina BR Bukit dan Jogyanto, 2000). Studi

empiris menemukan bahwa pasar bereaksi positif terhadap *dividend initiations* dan pasar bereaksi negatif terhadap *dividend omissions* (Healy dan Palepu, 1988).

Pengumuman inisiasi dividen merupakan peristiwa yang menarik karena dalam peristiwa ini tidak terdapat efek historis dividen seperti halnya dalam pengumuman dividen regular. Pengumuman inisiasi dividen juga dapat memberikan sinyal positif terhadap harga saham karena pengumuman ini mengisyaratkan kemampuan/kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba dimasa mendatang (Setyorini, 2001). Sedangkan pada pengumuman omisi dividen pasar menganggap penurunan dividen sebagai sinyal penurunan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa mendatang. Perusahaan yang sebelumnya membayar dividen, lalu menghapus dividen pertama kalinya akan membuat pasar bereaksi secara negatif terhadap perusahaan tersebut (Rina BR Bukit dan Jogyanto, 2000).

Umumnya pengumuman suatu peristiwa yang dilakukan oleh perusahaan *reporter* akan berpengaruh terhadap perusahaan sejenis yang lainnya yang tidak mengumumkan suatu peristiwa. Fenomena ini dikenal dengan istilah transfer informasi (Setyorini, 2001). Beberapa studi telah menguji transfer informasi intra industri dan efek-efek yang ditimbulkannya dalam berbagai macam konteks. Penelitian mengenai transfer informasi pertama kalinya dilakukan oleh Firth. Pada tahun 1976 (Firth, 1996) menemukan bahwa pengumuman laba oleh perusahaan-perusahaan di Inggris tidak hanya mempengaruhi harga saham perusahaan yang mengumumkan laba tetapi juga

mempengaruhi harga saham perusahaan lain yang tidak mengumumkan dalam industri yang sama. Transfer informasi ini memiliki koefisien positif, yang besarnya tergantung pada tingkat surprise yang terdapat dalam besarnya laba yang diumumkan. Sedangkan Kohers (1999) melakukan penelitian mengenai transfer informasi yang berkaitan dengan dividen, namun dalam konteks yang berbeda, yaitu meneliti implikasi pengumuman inisiasi dan omisi dividen serta determinan dari transfer informasi.

Transfer informasi intra industri ini menimbulkan dua konflik. Yaitu efek kontagion (*contagion effect*) dan efek kompetitif (*competitive effects*). Efek kontagion merupakan efek penularan yang dialami oleh perusahaan non reporter akibat adanya pengumuman suatu event oleh perusahaan reporter dalam sektor industri yang sama. Sedangkan efek kompetitif adalah efek persaingan antara perusahaan non reporter dengan perusahaan reporter. Hal ini disebabkan karena adanya distribusi kemakmuran dari perusahaan reporter (Setyorini, 2001). Atas dasar hal tersebut diatas maka reaksi perusahaan non reporter terhadap suatu kebijakan dividen perusahaan reporter dapat berbeda-beda tergantung karakteristik khusus perusahaan yang mengumumkan dividennya. Sebagai contoh adalah hasil penelitian Kohers (1999), yang menyatakan bahwa secara khusus pengumuman omisi dividen secara signifikan berdampak negatif (*kontagion*) terhadap penilaian perusahaan *non reporter*. Perusahaan-perusahaan yang tidak mengumumkan omisi dividen dalam industri yang sama akan bereaksi negatif, dengan penjelasan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mempersepsikan omisi sebagai sinyal kondisi industri yang

tidak menguntungkan. Hal ini berkebalikan dengan pengumuman inisiasi dividen yang menunjukkan respon negatif (*efek competitive*). Dalam hal ini investor akan mempersepsikan inisiasi dividen sebagai ancaman, atau sinyal bahwa perusahaan yang mengumumkan inisiasi dividen akan menjadi kompetitor yang lebih unggul dibandingkan mempersepsikan bahwa adanya inisiasi memberikan pengaruh positif terhadap kondisi industri.

Kebijakan dividen merupakan isu yang masih diperdebatkan. Hal ini ditunjukkan dari hasil temuan empiris penelitian-penelitian tentang kebijakan dividen yang berbeda. Hasil-hasil studi tentang apakah informasi dividen mengandung informasi yang berguna untuk pasar juga menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda (Setyorini, 2001). Guna lebih memperkaya pengembangan penelitian transfer informasi atas pengumuman kebijakan dividen baik berupa pengumuman dividen biasa, inisiasi dividen dan omisi dividen maka penelitian efek pengumuman kebijakan dividen baik terhadap return saham perusahaan reporter itu sendiri maupun terhadap perusahaan non reporter dalam industri yang sama merupakan obyek penelitian yang berguna. Penelitian ini akan menguji konten informasi apakah berpengaruh terhadap ekspektasi pasar terhadap perusahaan yang bersangkutan, serta apakah ada transfer informasi atas event pengumuman kebijakan dividen terhadap perusahaan-perusahaan lain dalam industri yang sama. Penelitian ini bertujuan untuk melakukan pengujian empiris guna mengetahui pengaruh kebijakan pengumuman pembayaran dividen terhadap harga saham yang diperdagangkan di pasar modal Indonesia khususnya perusahaan-perusahaan industri financial.

Dividen signalling theory menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan menggunakan dividen untuk memberikan isyarat kepada pasar mengenai prospek perusahaan pada masa mendatang (Bhattacharya, 1979 dalam Setyorini, 2001). Dalam kondisi asimetri informasi, investor akan menganggap bahwa kebijakan perusahaan untuk meningkatkan dividennya merupakan sinyal yang bagus. Sebaliknya, investor akan menganggap bahwa kebijakan perusahaan untuk menurunkan dividennya merupakan sinyal prospek masa depan perusahaan yang kurang cerah. Namun apakah hal ini terjadi pada sektor financial dalam bursa Efek Jakarta, mengingat sektor ini merupakan sektor yang paling terkena dampak dari krisis moneter. Dalam krisis moneter yang terjadi di Indonesia pemicunya adalah kurs valas yang terus berapresiasi terhadap rupiah, sehingga industri yang terkena dampaknya adalah perbankan dengan negatif spread karena suku bunga SBI yang tinggi, perusahaan sekuritas dengan semakin merosotnya nilai saham dalam pasar modal, serta perusahaan-perusahaan asuransi. Dalam data resmi Bank Indonesia, Perbankan di Indonesia diketahui bahwa modal Bank-bank umum pada September 1998 masih Rp. 10,830 trilliun dan menurun drastis pada bulan Desember 1998 menjadi minus Rp. 98,542 trilliun. Kerugian semacam ini belum pernah terjadi dalam sejarah perbankan di Indonesia (Jasso Winarto, 1999). Ditambah lagi beban biaya yang menumpuk karena kredit macet sebesar \$ 35 milyar atau setara Rp. 525 trilliun (kurs \$ 1 = Rp. 15.000) dengan kerugian perbankan jika dibandingkan dengan PDB adalah sebesar 48 % (sumber Warburg Dillon Read dalam Kolom Perbankan). Atas dasar data diatas maka dengan tulisan ini akan dicoba

menggali apakah konsep *dividen signalling theory* masih berlaku pada sektor financial setelah krisis moneter, dimana dengan keterpurukan tersebut maka akan sulit bagi investor untuk memberikan kepercayaan pada sektor ini. Sehingga apabila ada suatu perusahaan melakukan kebijakan inisiasi atau omisi dividen, apakah para investor akan mempercayai hal ini sebagai suatu konten informasi yang menggambarkan prospek perusahaan tersebut di masa depan ? atau apakah ada transfer informasi terhadap kebijakan pengumuman dividen kepada perusahaan-perusahaan dalam industri yang sama ?. Penelitian ini akan mencoba melihat sejauh mana kebijakan pengumuman inisiasi dan omisi dividen mempengaruhi investor/pasar dalam bereaksi terhadap hal tersebut yang tercermin dalam perdagangan saham.

Penelitian ini juga memfokuskan pada *abnormal return* yang terjadi setelah pasar bereaksi terhadap pengumuman pembayaran dividen yaitu kebijakan membayar atau menghapus dividen pertama kalinya. *Abnormal return* adalah selisih antara return suatu saham dengan *expected return*nya. *Abnormal return* diperoleh dari return saham harian dan return pasar saham diregresikan sehingga diperoleh *alpha* dan *beta*. Selanjutnya dihitung *expected return* dalam event period untuk dibandingkan dengan return saham (Rina BR Bukit dan Jogiyanto 2000). Karena terjadinya dua efek yang bertolak belakang atas informasi yang dikeluarkan pada kebijakan omisi dan inisiasi, maka akan terjadi dua kondisi reaksi pasar yang berlainan. Penelitian ini akan mencoba menemukan seberapa besar pengaruh transfer informasi baik berupa efek kontagion maupun kompetitif selama periode pemulihan setelah krisis moneter

yang tentunya akan sangat berguna bagi pengembangan ilmu mengenai transfer informasi dividen.

1.2. Perumusan Masalah

Rumusan masalah yang dapat diajukan dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah ada reaksi terhadap abnormal return suatu perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman pengeluaran kebijakan inisiasi dan omisi dividen.
2. Apakah ada reaksi terhadap abnormal return perusahaan-perusahaan dalam sektor industri financial disekitar tanggal pengumuman pengeluaran kebijakan inisiasi dan omisi dividen perusahaan *reporter* dalam industri yang sama.
3. Apakah ada reaksi terhadap abnormal return suatu perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman pengeluaran kebijakan inisiasi dividen.
4. Apakah ada reaksi terhadap abnormal return perusahaan- perusahaan dalam sektor industri financial disekitar tanggal pengumuman pengeluaran kebijakan inisiasi dividen perusahaan *reporter* dalam industri yang sama.
5. Apakah ada reaksi terhadap abnormal return suatu perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman pengeluaran kebijakan omisi dividen.
6. Apakah ada reaksi terhadap abnormal return perusahaan-perusahaan dalam sektor industri financial disekitar tanggal pengumuman pengeluaran kebijakan omisi dividen perusahaan *reporter* dalam industri yang sama.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan Penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis abnormal return saham perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman kebijakan inisiasi dan omisi dividen.
2. Untuk menganalisis abnormal return saham perusahaan-perusahaan dalam sektor industri financial disekitar tanggal pengumuman kebijakan inisiasi dan omisi dividen perusahaan *reporter* dalam industri yang sama.
3. Untuk menganalisis abnormal return saham perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman pengeluaran kebijakan inisiasi dividen.
4. Untuk menganalisis abnormal return saham perusahaan-perusahaan dalam sektor industri financial disekitar tanggal pengumuman pengeluaran kebijakan inisiasi dividen perusahaan *reporter* dalam industri yang sama.
5. Untuk menganalisis abnormal return saham perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman pengeluaran kebijakan omisi dividen.
6. Untuk menganalisis abnormal return saham perusahaan-perusahaan dalam sektor industri financial disekitar tanggal pengumuman pengeluaran kebijakan omisi dividen perusahaan *reporter* dalam industri yang sama.

1.4. Kegunaan Penelitian

Kegunaan Penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi inverstor dan calon investor, diharapkan dapat memanfaatkan hasil penelitian ini sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan suatu investasi atas dasar kebijakan pembayaran dividen.

2. Bagi emiten, sebagai masukan berharga yang berkaitan dengan kebijakan dividen yang mereka lakukan.
3. Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi terhadap pengembangan riset manajemen keuangan dan pasar modal, khususnya yang menyangkut dividen.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Kebijakan Dividen

Pengumuman dividen merupakan salah satu informasi yang akan direspon oleh pasar. Aharony dan Swary (1980) menunjukkan bahwa informasi yang diberikan pada saat pengumuman dividen lebih berarti dari pada pengumuman earning. Bagi para investor, dividen merupakan hasil yang diperoleh dari saham yang dimiliki, selain dari capital gain yang didapat apabila harga jual saham lebih tinggi dibanding harga belinya.

Dalam membagikan dividen, perusahaan mempertimbangkan proporsi pembagian antara pembayaran kepada pemegang saham dan reinvestasi dalam perusahaan. Disatu sisi laba ditahan merupakan salah satu sumber pendanaan yang sangat signifikan bagi pertumbuhan perusahaan, tapi disisi lain dividen merupakan aliran kas yang dibagikan pada pemegang saham. Farid Arif Wibowo dan Indriantoro (1998) menerangkan bahwa beberapa hal yang menjadi pertimbangan kebijakan dividen antara lain (1) adanya perjanjian (misalnya hutang) yang mensyaratkan untuk menahan sebagian atau seluruh laba, (2) kebutuhan dana bagi perusahaan, (3) likuiditas perusahaan, (4) sifat pemegang saham, (5) stabilitas dividen atau (6) target tertentu mengenai rasio pembayaran dividen. Lebih lanjut Farid Arif Wibowo dan Indriantoro (1998) menerangkan bahwa dalam pembayaran dividen, perusahaan juga bisa memilih

bentuk-bentuk tertentu pembayaran dividen. Dividen dapat dibayarkan dalam bentuk dividen tunai (*cash dividend*), dividen dalam bentuk aktiva yang lain (*property dividend*), dividen dalam bentuk surat utang (*notes*), ataupun dividen dalam bentuk saham (*stock dividend*). Dalam bentuk dividen saham (*stock dividend*), pembagian dapat dilaksanakan dalam skala besar ataupun kecil. Pembagian dividen saham dianggap besar jika perbandingan saham baru yang dibagikan dengan saham yang sudah ada lebih dari 25 %, sebaliknya jika pembagian tersebut perbandingannya lebih kecil dari 25 % dianggap kecil.

Dalam kebijakan pembayaran dividen, baik itu penambahan dividen, pengurangan dividen, omisi dividen maupun inisiasi dividen hal terpenting yang dibaca oleh pasar adalah kondisi dari perusahaan sebagai latar belakang dikeluarkannya kebijakan tersebut. Investor akan mencoba menyimpulkan dari informasi yang diperoleh, apakah perusahaan tersebut perusahaan yang prospektif ataukah perusahaan yang kritis. Investor membutuhkan informasi penegas agar informasi yang disampaikan perusahaan mendapat reaksi yang tepat sesuai keinginan perusahaan.

2.1.2. Dividen sebagai sinyal

Kebijakan dividen merupakan isu yang masih diperdebatkan. Hal ini ditunjukkan dari hasil temuan empiris penelitian-penelitian tentang kebijakan dividen yang berbeda (Setyorini, 2001). Bhattacharya (1979) dalam Setyorini (2001) telah mengembangkan *dividen signalling theory*. Model yang dikembangkan digunakan untuk menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan

menggunakan dividen untuk memberi isyarat, walaupun menanggung akibat saat melaksanakannya. Dalam teori *dividen signalling*, pengumuman perubahan pembayaran dividen mempunyai kandungan informasi penting yang dapat mempengaruhi return saham. Hal ini karena dividen mempunyai sinyal yang dapat mempengaruhi keyakinan investor yang tercermin pada harga saham (Emillia Frida Y, 2002). Jika dividen berubah akan memberikan sinyal perubahan aliran kas masa depan (Ghosh dan Woolridge, 1998 dan Denis et al, 1994). Jika pengumuman mengandung informasi pasar maka pasar akan bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima. Reaksi ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* (Emillia Frida Y, 2002). Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Asquith dan Mullins (1983) dan Dielman dan Oppenheimer (1984) yang memberikan bukti tentang pengaruh pengumuman perubahan dividen pada harga saham dan *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham. Ditemukan bahwa disekitar tanggal pengumuman, peningkatan (penurunan) dividen secara umum menimbulkan *abnormal return* yang positif (negatif) bagi investor.

Perusahaan cenderung meningkatkan dividen bila terdapat tingkat probabilitas *cash flow* yang tinggi di masa depan dan menurunkan dividen bila manajemen yakin bahwa tidak terdapat cash flow yang mendukung pembayaran dividen tersebut (Petit, 1972). Perubahan pembayaran mengandung informasi yang memungkinkan investor merevisi prediksi mereka tentang prospek perusahaan dan akibatnya menyesuaikan harga saham ketika perubahan dividen diumumkan (Emillia Frida Y, 2002). Denis et al (1994) berpendapat terdapat

tiga penjelasan tentang adanya hubungan positif antara pengumuman perubahan dividen dan perubahan harga saham yaitu teori tentang *dividen signalling*, informasi mengenai investasi perusahaan dimasa depan, dan keberadaan *dividen clienteles*.

2.1.3. Kandungan Informasi Dividen

Teori kandungan informasi mengatakan bahwa manajer perusahaan menggunakan dividen sebagai salah satu sarana untuk menginformasikan pandangan mereka kepada pasar mengenai prospek masa depan perusahaan. Harapan investor mengenai prospek masa depan perusahaan bisa mempengaruhi nilai perusahaan. Harapan investor ini bergantung pada informasi yang mereka peroleh mengenai perusahaan tersebut. Dalam kondisi asimetri informasi, investor akan menganggap bahwa kebijakan perusahaan untuk meningkatkan dividennya merupakan sinyal yang bagus. Sebaliknya, investor akan menganggap bahwa kebijakan perusahaan untuk menurunkan dividennya merupakan sinyal prospek masa depan perusahaan yang kurang cerah. Perubahan harga saham karena perubahan dividen menunjukkan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi (Brigham dan Gapenski, 1999).

Banyak penelitian telah dilakukan berkaitan dengan kandungan informasi suatu event. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan

dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Jika suatu pengumuman mengandung informasi maka investor akan mendapatkan *abnormal return* (Jogiyanto Hartono, 1998).

Teori kandungan informasi telah diuji dalam beberapa studi empiris. Pettit (1972) menemukan bahwa pasar bereaksi cepat terhadap pengumuman peningkatan atau penurunan dividen. Namun Watts (1973) dan Gonedes (1975) dalam Dyl dan Weigand, (1998) tidak menemukan bukti bahwa dividen mengandung informasi yang berhubungan dengan *future earning* disekitar tanggal pengumuman dividen. Hal ini selaras dengan penelitian Benartzi et al (1997) yang menemukan bahwa tidak ada bukti yang kuat untuk teori yang menyiratkan bahwa perubahan dividen memiliki kandungan informasi tentang laba masa depan perusahaan. Perusahaan yang meningkatkan dividen dalam tahun 0 mengalami peningkatan laba signifikan dalam tahun -1 dan 0, tapi tidak menunjukkan pertumbuhan *unexpected earning* berikutnya. Selain itu besarnya peningkatan dividen juga tidak dapat memprediksi laba masa depan. Perusahaan yang memotong dividen tahun 0 mengalami penurunan laba dalam tahun 0 dan -1, tapi perusahaan ini menunjukkan peningkatan laba signifikan pada tahun 1.

Berbeda dengan hasil penelitian Watts (1973), Gonedes (1975) dan Benartzi et al. (1997), Aharony dan Swary (1980) menemukan bahwa perubahan dividen kas kuartalan memberi informasi penting melebihi angka-angka laba. Senada dengan penelitian diatas Healy dan Palepu (1988) juga mendukung hipotesis kandungan informasi dividen. Mereka menguji sampel

131 perusahaan yang membayar dividen pertama kalinya dan 172 perusahaan yang menghapus dividen pertama kalinya antara tahun 1969 dan 1980. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kebijakan perusahaan untuk membayar atau menghapus dividen pertama kali ditafsirkan oleh pasar sebagai ramalan perusahaan mengenai peningkatan dan penurunan laba masa depan.

Lang litzenberger (1989) dalam Rina BR Bukit dan Jogyanto (2000) menguji kandungan informasi dividen dalam framework model konflik principal agen. Kalau manajer adalah *overinvesting*, peningkatan dividen akan mengurangi *overinvestment* dan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, penurunan dividen memberi sinyal bahwa proyek NPV negatif akan terjadi. Sedangkan Kao dan Wu (1994) dalam Rina BR Bukit dan Jogyanto (2000) mengembangkan model Marsh Menton untuk menguji pengaruh informasi dividen. Hasil penelitian mereka juga menunjukkan bahwa perubahan dividen memberi sinyal tentang perubahan prospek laba masa depan perusahaan.

2.1.4. Transfer Informasi Pengumuman Dividen

Pengumuman dividen ternyata tidak hanya mempengaruhi perdagangan dan harga saham perusahaan yang mengumumkan dividen tetapi juga perusahaan dalam industri yang sama yang tidak mengumumkan (Firth , 1996). Kandungan informasi perubahan dividen ini diperluas tidak hanya bagi perusahaan yang mengumumkan tetapi juga mempunyai nilai informasi bagi perusahaan lain dalam satu industri yang sama. Hal ini ditunjukkan dengan adanya abnormal return pada perusahaan non reporter (Firth, 1996 dan Koher,

1999). Reaksi dari perusahaan lain dalam industri yang sama ini disebabkan suatu industri terdiri dari perusahaan-perusahaan yang memiliki karakteristik dan beroperasi dalam lingkungan yang relatif sama sehingga investor dapat menginterpretasikan pengumuman suatu perusahaan sebagai informasi yang memiliki implikasi bagi perusahaan-perusahaan lain dalam industri dengan homogenitas relatif sama (Koher, 1999). Senada dengan Koher, Schipper (1990) dalam Emilia Frida Y (2002) juga menyatakan bahwa fenomena transfer informasi ini karena perusahaan dalam satu industri memiliki karakteristik yang hampir sama, seperti produk yang sama, dan lingkungan ketidak pastian yang sama, sehingga pengumuman suatu perusahaan dapat digunakan sebagai bahan mengevaluasi perusahaan lain dalam industri yang sama. Hal ini didukung oleh Foster, (1981) yang melihat adanya transfer informasi dengan menguji korelasi antara *market adjusted return* perusahaan yang mengumumkan laba dan perusahaan yang tidak mengumumkan laba.

Investor akan menginterpretasikan pengumuman yang diterbitkan oleh suatu perusahaan sebagai suatu informasi yang mempunyai implikasi bagi perusahaan-perusahaan dalam industri dengan homogenitas relatif sama (Kohers, 1999). Tranfer informasi intra industri muncul pada saat suatu perusahaan mengumumkan informasi dan pengumuman tersebut berpengaruh terhadap perubahan harga saham perusahaan lain dalam industri yang sama (Foster, 1986).

Penelitian mengenai transfer informasi intra industri yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta dilaksanakan oleh Trimeiningrum (1999). Penelitian ini

menemukan bahwa investor perusahaan *nonreporter* mendapatkan *abnormal return* yang cukup berarti pada lima hari setelah tanggal pengumuman dividen oleh perusahaan reporter. Sedangkan untuk penurunan dividen, transfer informasi dalam sektor industri yang sama terjadi pada hari diumumkannya penurunan dividen dan dua hari setelahnya. Sedangkan Emilia Frida Y (2002) memberikan kesimpulan bahwa transfer informasi pada penurunan dividen memberikan *abnormal return* yang positif pada perusahaan *nonreporter*. Pada kenaikan dividen juga memberikan *abnormal return* positif bagi perusahaan *non reporter* pada hari pengumuman dividen dan lima hari setelahnya.

Arah dari pengaruh pengumuman perubahan dividen tergantung pada apakah informasi mempunyai efek contagion atau competitive. Efek contagion mendatangkan perubahan return saham yang sama dengan perusahaan reporter, sedangkan efek competitive memberikan efek perubahan yang bertolak belakang dengan perusahaan reporter (Emillia Frida Y, 2002). Penelitian ini melihat adanya transfer informasi intra industri pengumuman perubahan dividen dengan menguji adanya abnormal return perusahaan non reporter dalam industri yang sama pada periode pengumuman oleh perusahaan reporter.

2.1.5. Inisiasi Dividen dan Transfer Informasi

Perusahaan yang sebelumnya tidak membayar dividen, lalu membayar dividen pertama kalinya membuat perubahan kebijakan dividen yang sangat jelas dan penting. Pembayaran dividen tersebut merupakan alat komunikasi perusahaan paling nyata kepada pasar mengenai kondisi kesehatan ekonomi

perusahaan yang bersangkutan. Manajer perusahaan tidak akan membayar dividen kalau mereka tidak yakin mengenai pertumbuhan laba dan arus kas perusahaan di masa datang (Rina R Bukit dan Jogiyanto, 2000). Hal ini senada dengan Setyorini (2001) yang menyatakan bahwa pengumuman inisiasi dividen merupakan peristiwa yang menarik karena tidak terdapat efek historis dividen. Pengumuman inisiasi dividen juga dapat memberikan sinyal positif terhadap harga saham karena pengumuman ini mengisyaratkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba di masa datang.

Penelitian sebelumnya yang menguji reaksi pasar terhadap pengumuman peningkatan dan penurunan dividen sekaligus menemukan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman peningkatan dividen. Charest (1978) menemukan *abnormal return* positif terjadi pada saat pengumuman peningkatan dividen. Penelitian yang lebih khusus menguji reaksi pasar terhadap pengumuman membayar dividen pertama kalinya menemukan abnormal return yang positif dan signifikan (Asquith dan Mullins, 1983). Hasil penelitian ini didukung oleh Mitra dan Owers (1995) yang menemukan bahwa pengumuman *dividend initiations* berkaitan dengan *abnormal return* yang tinggi dan signifikan. Hubungan ini semakin kuat untuk perusahaan dengan lingkungan informasi *low*.

Peneliti lainnya yang menguji sekaligus reaksi pasar atas pengumuman membayar dan menghapus dividen pertama kalinya juga menemukan reaksi pasar yang positif atas pengumuman membayar dividen pertama kalinya. Healy dan Palepu (1988) menemukan rata-rata return pada hari -1 dan 0 untuk perusahaan yang membayar dividen pertama kali sebesar 3,9 %. Michaely et al

(1995) juga mendukung hasil penelitian itu dan menemukan bahwa pasar bereaksi positif terhadap kebijakan perusahaan membayar dividen pertama kalinya.

2.1.6. Omisi Dividen dan Transfer Informasi

Teori kandungan informasi dividen menyebutkan bahwa pasar menganggap penurunan dividen sebagai sinyal penurunan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa datang. Perusahaan yang sebelumnya membayar dividen, lalu menghapus dividen pertama kalinya membuat perubahan kebijakan dividen yang sangat jelas dan penting. Pasar bereaksi negatif terhadap perusahaan yang menghapus dividen pertama kalinya (Rina R Bukit dan Jogyanto, 2000).

Healy dan Palepu (1988) mengatakan bahwa perusahaan yang mengomiti dividen, harga saham akan menunjukkan aliran menurun sebelum pengumuman. Hal ini senada dengan Kohers (1999) yang mengungkapkan bahwa secara khusus pengumuman omisi dividen secara signifikan berdampak negatif (kontagion) terhadap penilaian perusahaan non reporter.

Penelitian Charest (1978) menemukan reaksi pasar yang negatif terhadap pengumuman penurunan dividen. Penelitian yang lebih khusus menguji reaksi pasar terhadap pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya menemukan adanya abnormal return negatif dan signifikan. Christie (1990) melaporkan bahwa *zero dividend firm* mendapat eksese return rata-rata negatif relatif terhadap perusahaan yang lainnya yang memiliki ukuran sama.

Walaupun dia tidak memisahkan *non dividen paying firms* dengan *dividend omitting firms*, dia melaporkan satu analisis untuk *dividend omitting firms* yang menunjukkan return negatif terhadap sampel perusahaan yang membayar dividen.

Besarnya (*magnitude*) reaksi jangka pendek untuk perusahaan yang menghapus dividen pertama kalinya (reaksi negatif) lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang membayar dividen pertama kalinya (reaksi positif). Besarnya reaksi pasar untuk penghapusan dividen pertama kalinya adalah dua kali dari reaksi pasar untuk pembayaran dividen pertama kali (Rina R Bukit dan Jogiyanto, 2000).

2.1.7. Penelitian Terdahulu

Banyak penelitian telah dilakukan berkaitan dengan kandungan informasi pengumuman kebijakan dividen baik inisiasi maupun omisi dividen. Salah satunya dilakukan oleh Rina BR Bukit dan Jogiyanto (2000). Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa harga saham harian, IHSG harian, tanggal Rapat Umum Pemegang Saham, serta jumlah dividen tunai per lembar yang dibayarkan. Model yang digunakan adalah market model dalam event study. Total keseluruhan sampel yang didapat adalah 23 sampel dengan perincian 10 sampel inisiasi dividen dan 13 omisi dividen. Sedangkan tahun penelitian 1989 – 1998 dan 1989 – 1996 (untuk menghindari efek krisis moneter).

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dalam pengumuman dividen pasar ternyata tidak bereaksi, hal ini ditandai T hitung selama *event period* berada dalam penerimaan hipotesis nol. Sedangkan untuk inisiasi dividen, setelah dilakukan koreksi beta dan dihindari efek krisis moneter didapatkan hasil 9 hari Average Abnormal Return (AAR) positif dan 3 hari diantaranya signifikan yaitu $t-10$, $t+1$ dan $t+4$. Hal ini berarti pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen tunai pertama kalinya. Untuk omisi dividen didapatkan hasil 10 hari ditemukan AAR negatif namun semuanya tidak signifikan. Hal ini berarti pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya. Secara umum disimpulkan bahwa kebijakan inisiasi dan omisi dividen tidak menghasilkan reaksi pasar yang signifikan.

Penelitian lain dilakukan oleh Setyorini (2001). Dalam penelitian ini dilakukan melalui event study dan menggunakan market model untuk mengestimasi *return ekspektasi*. Tahun penelitian 1994 sampai 1996 untuk semua saham dalam BEJ. Hasil penelitian ini memberikan tambahan bukti empiris bahwa pengumuman inisiasi dividen mempunyai hubungan yang signifikan dengan abnormal return perusahaan yang mengumumkan (*reporter*) dan perusahaan yang tidak mengumumkan (*non reporter*).

Berikut ini ringkasan penelitian-penelitian terdahulu

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian terdahulu

No.	Peneliti	Variabel yang diteliti	Hasil Penelitian
1.	Healy dan Palepu (1988)	Inisiasi dan omisi dividen	Inisiasi dividen menaikkan harga saham sebelum pengumuman, omisi menghasilkan aliran menurun sebelum pengumuman.
2.	Mitra dan Owers (1995)	Inisiasi dividen yang diproksi dengan ukuran perusahaan	Pengumuman dividen berhubungan dengan abnormal return, dan ukuran perusahaan merupakan proksi terkuat.
3.	Kohers (1999)	Inisiasi dan omisi dividen	Omisi dividen berdampak negatif (<i>contagion</i>) thd. penilaian perusahaan reporter, inisiasi dividen yang menunjukkan respon negatif (<i>efek kompetitif</i>).
4.	Setyorini (2001)	Inisiasi dividen	Inisiasi dividen mempunyai hubungan yang signifikan terhadap abnormal return perusahaan <i>reporter</i> dan <i>non reporter</i> .
5.	Brigham dan Gapenski (1999)	Perubahan dividen, perubahan harga saham	Perubahan dividen berpengaruh terhadap perubahan harga saham, pengumuman dividen mengandung informasi.
6.	Pettit (1972)	Peningkatan dan penurunan dividen	Pasar bereaksi secara cepat terhadap pengumuman peningkatan/penurunan dividen.
7.	Aharony dan swary (1980)	Perubahan dividen kas kuartalan	Perubahan dividen kas kuartalan memberi informasi penting melebihi angka-angka laba.
8.	Lang dan Litzenberger (1989)	Dividen dalam frame work model principal agen	Jika manajer <i>overinvesting</i> , peningkatan dividen mengurangi <i>overinvestment</i> ,

9.	Kao dan Wu (1994)	Informasi dividen	penurunan dividen memberi sinyal NPV negatif terjadi. Perubahan dividen memberikan sinyal perubahan prospek laba masa depan perusahaan.
10.	Benartzi et. all. (1997)	Perubahan dividen	Tidak ditemukan dukungan yang kuat bahwa perubahan dividen memiliki kandungan prospek laba masa depan.
11.	Charest (1978)	Inisiasi dan Omisi dividen	Abnormal return positif terjadi pada saat pengumuman peningkatan dividen, dan abnormal return negatif signifikan terjadi pada penghapusan dividen pertama kali.
12.	Rina BR Bukit dan Jogyanto (2000)	Inisiasi dan Omisi dividen	Tidak adanya bukti yang signifikan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman inisiasi dan omisi dividen.
13.	Asquith dan Mullins (1986)	Perubahan dividen	Perubahan dividen mengakibatkan perubahan return saham.
14.	Dielman dan Oppenheimer (1984)	Peningkatan dan penurunan dividen	Peningkatan (penurunan) dividen secara umum mengakibatkan terjadinya abnormal yang positif (negatif) bagi investor.
15.	Emillia Frida Y (2002)	Peningkatan dan penurunan dividen	Penurunan dividen menghasilkan abnormal return yang positif (kompetitif), peningkatan dividen juga menghasilkan abnormal return positif (kontagion)

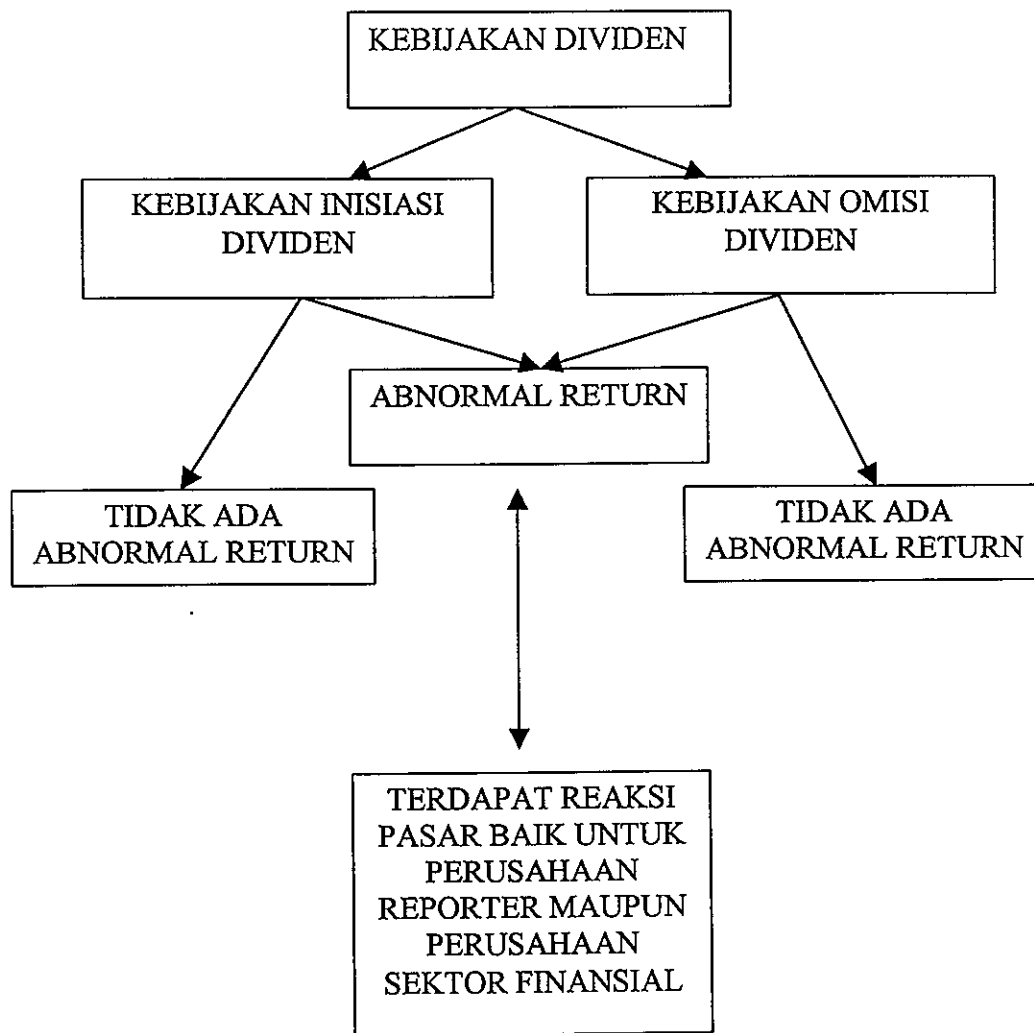
Dari hasil penelitian-penelitian sebelumnya terlihat bahwa kesimpulan dari pengaruh dividen terhadap abnormal return memperoleh hasil yang beraneka ragam dan bertolak belakang. Guna memperkaya studi empiris mengenai

pengumuman dividen ini maka penulis mencoba menguraikan dalam suatu penelitian. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah bahwa penelitian ini dimaksudkan mengidentifikasi teori dividen signalling pada kondisi setelah krisis moneter di Indonesia dimana pengaruh ketidakseimbangan pasar sudah semakin berkurang, dan pasar bergerak ke arah normal. Lebih lanjut penelitian ini menggunakan industri financial dimana tingkat keseragamannya relatif besar yaitu bidang pengelolaan dana masyarakat sehingga homogenitas ini memungkinkan hasil penelitian menjadi lebih nyata dan menghasilkan suatu yang berguna baik bagi industri keuangan itu sendiri, investor maupun pihak-pihak lain yang berkepentingan.

2.1.8. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan Latar Belakang Permasalahan, Perumusan Masalah, Tujuan Penelitian, dan Landasan Teori yang telah dikemukakan diatas maka kerangka pemikiran teoritis adalah sebagai berikut :

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis



2.2. Hipotesis dan Definisi Operasional Variabel

2.2.1. Hipotesis

Hipotesis yang ditetapkan dalam penelitian ini adalah :

Ha1 : Terdapat abnormal return perusahaan *reporter* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pelaksanaan kebijakan inisiasi dan omisi dividen

Ha2 : Terdapat abnormal return perusahaan-perusahaan sektor finansial yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pelaksanaan kebijakan inisiasi & omisi dividen perusahaan *reporter*

Ha3 : Terdapat abnormal return perusahaan *reporter* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pelaksanaan kebijakan inisiasi dividen

Ha4 : Terdapat abnormal return perusahaan-perusahaan sektor financial yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pelaksanaan kebijakan inisiasi dividen perusahaan *reporter*

Ha5 : Terdapat abnormal return perusahaan *reporter* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pelaksanaan kebijakan omisi dividen

Ha6 : Terdapat abnormal return perusahaan-perusahaan sektor financial yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pelaksanaan kebijakan omisi dividen perusahaan *reporter*

2.2.2. Definisi Operasional Variabel

Pada penelitian ini terdapat tiga variabel yang digunakan, dua variabel sebagai event dan satu variabel yang diuji. Variabel-variabel tersebut yaitu inisiasi dividen, omisi dividen dan return saham dengan proxy abnormal return.

Inisiasi dividen adalah kebijakan membayar kembali dividen untuk pertama kalinya setelah ditunda beberapa periode. Pengumuman inisiasi dividen merupakan peristiwa menarik karena dalam peristiwa ini tidak terdapat efek historis dividen seperti halnya dalam pengumuman dividen reguler. Pengumuman inisiasi dividen juga dapat memberikan sinyal positif terhadap harga saham karena pengumuman ini mengisyaratkan kemampuan/kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba masa akan datang (Setyorini, 2001). Tidak ada patokan yang pasti mengenai penentuan jumlah tahun tanpa dividen sebelum inisiasi dividen. Rina BR Bukit dan Jogiyanto (2000) menggunakan periode dua tahun. Dalam penelitian ini sampel diambil terhadap perusahaan yang mengeluarkan kebijakan inisiasi dividen setelah dua tahun berturut-turut tidak mengeluarkan dividen.

Omisi dividen adalah kebijakan menghapus dividen pertama kalinya setelah beberapa saat dibayarkan. Perusahaan yang sebelumnya membayar dividen lalu menghapus dividen pertama kalinya membuat perubahan kebijakan dividen yang sangat penting. Pasar akan bereaksi negatif terhadap perusahaan yang menghapus dividen pertama kalinya (Rina BR Bukit dan Jogiyanto, 2000). Dalam penelitian ini sampel diambil terhadap perusahaan yang mengeluarkan kebijakan omisi dividen yaitu kebijakan menghentikan pembayaran dividen

setelah membayar pada tahun-tahun sebelumnya. Selaras dengan penelitian Rina BR Bukit dan Jogiyanto (2000) dalam penelitian ini sampel diambil terhadap perusahaan yang mengeluarkan kebijakan omisi dividen setelah dua tahun berturut-turut mengeluarkan dividen

Abnormal Return adalah selisih dari return saham dengan expected return saham. Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang berupa return realisasi dan return ekspektasi. Return realisasi merupakan return yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis dan digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. Return realisasi ini juga berguna sebagai dasar penentuan return ekspektasi yang merupakan return yang diharapkan oleh investor di masa mendatang. Dalam penelitian ini menggunakan market model yang digunakan oleh Rina BR Bukit dan Jogiyanto (2000) dalam event study, sehingga return yang digunakan adalah abnormal return saham harian dari masing-masing saham yang digunakan sebagai sampel.

Perusahaan Reporter adalah perusahaan yang mengeluarkan pengumuman kebijakan dividen, baik inisiasi dan omisi dividen. Perusahaan reporter adalah perusahaan pada sektor financial. Pada penelitian ini sektor yang digunakan adalah sektor financial, sehingga harga saham yang digunakan untuk perusahaan-perusahaan sektor financial adalah indeks saham sektor financial. Sektor financial ini juga digunakan sebagai dasar reaksi pasar.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Data merupakan keterangan yang dapat memberikan gambaran tentang suatu keadaan. Data yang diperoleh perlu diolah untuk dapat menjawab persoalan penelitian yang telah dirumuskan. Dalam penelitian ini jenis data yang digunakan adalah data dokumenter. Data dokumenter adalah jenis data penelitian yang dapat berupa faktur, jurnal, surat-surat, notulen rapat, memo atau dapat dalam bentuk laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (Indriantoro dan supomo, 1999). Berdasarkan cara memperolehnya maka data yang digunakan dalam penelitian ini adalah berupa data sekunder. Data sekunder adalah data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang berupa harga saham harian, Indeks Saham Perusahaan Industri Financial harian, IHSG harian, serta jumlah dividen tunai per lembar yang dibayarkan. Data mengenai perusahaan yang membayar dan menghapus dividen pertama kalinya diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* edisi tahun 1999, 2000, 2001, 2002. Data yang diambil berupa data time series dan cross sectional (pool data) artinya bahwa pengumpulan data dilakukan dari berbagai informasi perusahaan dan informasi harga saham dari Bursa efek selama tahun 1999 – 2002. Khusus untuk inisiasi dividen digunakan pula data tahun 1997 dan 1998 sebagai data pembanding dua tahun sebelumnya.

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi adalah semua perusahaan industri financial yang tercatat di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1999 hingga tahun 2002 dan mengeluarkan kebijakan inisiasi dan omisi dividen, jumlah populasi sebanyak 13 perusahaan. Peneliti juga akan menguji secara khusus variabel inisiasi dividen dan omisi dividen. Tanggal yang digunakan dalam pengumuman inisiasi dan omisi dividen adalah tanggal diselenggarakannya Rapat Umum Pemegang Saham, dimana didalamnya memutuskan baik inisiasi maupun omisi dividen. Untuk data RUPS yang tidak ada digunakan informasi dari media masa dan Indonesian Capital Market Directory. Populasi yang dijadikan sampel adalah yang telah memenuhi syarat tertentu menurut peneliti (*purposive sampling*). Karena jumlah populasi yang relatif kecil maka keseluruhan populasi adalah berlaku sebagai sampel. Bagi perusahaan *reporter*, kriteria khusus tidak memiliki/mengalami peristiwa lain yang terjadi pada atau sekitar peristiwa yang diteliti (*event period*) yang secara material mempengaruhi harga saham perusahaan (*Non Counfounding factor*). Pengumuman spesifik lainnya seperti *laba*, *merger*, *penawaran saham*, *stock dividen* dan *corporate action* lainnya. *No Missing Data*, tidak ada data yang hilang selama periode penelitian.

Pada penentuan populasi perusahaan yang membayar dividen pertama kali (*dividend initiation*) adalah perusahaan yang sudah harus terdaftar di BEJ selama dua tahun sebelum membayar dividen tunai untuk pertama kalinya setelah minimal dua kali berturut-turut tidak membayar dividen tunai tahunan. Sedangkan kriteria pemilihan sampel untuk perusahaan yang menghapus

dividen tunai pertama kalinya (*dividend omission*) adalah perusahaan yang sudah harus terdaftar di BEJ selama lebih dari dua tahun dan biasanya membayar dividen selama dua tahun tersebut namun pada tahun ketiga menghapus dividen tunai untuk pertama kalinya.

Secara ringkas jumlah populasi dapat dilihat dalam tabel 3.2

Tabel 3.2
Jumlah Populasi/Sampel

Keterangan	1999	2000	2001	2002	Total
Inisiasi Dividen	5	5	-	-	
Jumlah sampel					10
Omisi Dividen	1	-	1	1	
Jumlah Sampel					3

3.3. Metode Pengumpulan Data

Berkenaan dengan jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, maka metode pengumpulan datanya adalah dengan menggunakan metode dokumentasi, yaitu dengan menggunakan data-data yang tersedia dalam *Indonesian Capital Market Directory*, Metode dokumentasi/studi kepustakaan yaitu tehnik pengumpulan data dengan cara menggunakan konsep-konsep atau teori-teori yang dapat dipakai dalam pembahasan masalah penelitian, meliputi dokumen-dokumen yang sudah ada maupun majalah dan jurnal. Kemudian dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan, yaitu mengenai

jenis data, ketersediaan data, cara memperoleh data dan gambaran cara memperoleh data.

Data mengenai perusahaan yang mempunyai kebijakan pengumuman dividen, membayar dan menghapus dividen pertama kalinya diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*.

3.4. Tehnik Analisis

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *market model* yang digunakan Brown dan Warner (1985) dalam Rina BR Bukit dan Jogiyanto (2000) dalam *event study*. Return saham harian dan return pasar harian diregresikan sehingga diperoleh alfa dan beta. Selanjutnya dihitung *expected return* untuk *event period*. Abnormal return diperoleh dari selisih antara return saham dengan *expected return*. Pengumuman dividen kemudian diuji dengan uji t.

Penelitian yang dilakukan adalah *event study* dengan periode *window* 21 hari perdagangan yaitu pengujian berdasarkan pengamatan harga saham 10 hari sebelum tanggal pengumuman, pada saat pengumuman, dan 10 hari setelah tanggal pengumuman. Lamanya *estimation period* yang digunakan adalah 60 hari sebelum *event window*. Tidak ada patokan yang pasti untuk waktu lamanya hari yang digunakan untuk *estimation period*. Umumnya waktu periode estimasi adalah sekitar 30 hari sampai dengan jumlah seluruh hari yang tidak libur

selama setahun dikurangi lamanya periode pengamatan (Jogiyanto dan Surianto, 1999).

Adapun langkah-langkah metode analisis sebagai berikut :

1. Menghitung return saham harian individual untuk *estimation period*

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

2. Menghitung return pasar harian *estimation period*

$$R_{m,t} = \frac{IHS_{G,t} - IHS_{G,t-1}}{IHS_{G,t-1}}$$

Return saham harian dan return pasar harian diregresikan sehingga diperoleh alfa dan beta.

$$\beta = \frac{n(\sum xy) - (\sum x)(\sum y)}{n(\sum x^2) - (\sum x)^2}$$
$$\alpha = \frac{\sum x - \beta(\sum x)}{n}$$

Beta pasar untuk pasar modal yang perdagangannya tidak sinkron harus disesuaikan karena mengandung bias. Hartono dan surianto (1999) memberikan bukti bahwa bias tersebut memang terjadi di BEJ. Metode koreksi yang digunakan adalah metode Fowler dan Rorke (1983) dengan periode koreksi yang cukup panjang yaitu empat periode mundur (lag) dan empat periode maju (lead). Metode ini digunakan karena dianggap paling mampu untuk mengoreksi bias terutama untuk data return yang tidak berdistribusi normal.

3. Menghitung *Expected Return* untuk *estimation period*

$$R_{i,t} = \alpha + \beta R_{m,t}$$

4. Mencari *Abnormal return* pada *estimation period*

$$AR_{i,t} = \hat{R}_{i,t} - R_{i,t}$$

Selanjutnya langkah-langkah yang dilakukan pada event period adalah sebagai berikut :

1. Menghitung *return saham* harian individual
2. Menghitung *return pasar* harian
3. Menghitung *Expected return*
4. Menghitung *Abnormal return*
5. Menghitung *Average abnormal return* untuk setiap hari selama event period :

$$AAR_t = \frac{1}{K} \sum AR_{i,t}$$

6. Menghitung CAAR selama event period dengan rumus :

$$CAAR_t = \sum_{T=-10}^{T=10} AAR_{i,t}$$

7. Pengujian statistik (t-test) terhadap *average abnormal return* pada event period bertujuan untuk melihat *average abnormal return* tersebut. SAR $_{i,t}$ diartikan sebagai nilai t hitung untuk masing-masing *abnormal return* sekuritas i pada hari ke t. Sedangkan

SAAR_t merupakan nilai t hitung untuk *Average abnormal return* pada hari ke t selama event period (Jogiyanto Hartono, 1998).

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{KSE_i}$$

$$KSE_i = \frac{\sqrt{\sum_{t=1}^T (\tilde{R}_{i,t} - R_{i,t})^2}}{T - 2}$$

$$SAAR_t = \frac{1}{\sqrt{K}} \sum_{i=1}^k SAR_{i,t}$$

8. Menentukan *Standardized Cumulative Average Abnormal Return* dengan rumus :

$$SCAAR_t = \frac{1}{\sqrt{a}} \sum_{i=-10}^k SAR_{i,t}$$

$$a = n - (-10) + 1$$

3.5. Pengujian Hipotesis

Dalam pengujian hipotesis satu sampai dengan enam mengenai ada tidaknya reaksi dari abnormal return yang signifikan atas kebijakan dividen baik inisiasi dividen maupun omisi dividen digunakan statistik uji t. Uji t ini dilakukan dengan membandingkan nilai Signifikansi t dibandingkan dengan derajat signifikansi. Apabila signifikansi t lebih kecil dari derajat signifikansi maka berada dalam daerah penerimaan H_0 artinya H_a ditolak. Demikian pula sebaliknya.

3.6. Pengujian Gejala Asumsi Klasik

Pengujian gejala asumsi klasik dilakukan agar hasil analisa regresi memenuhi kriteria *best, linear, unbiased estimator*. Uji asumsi klasik yang dianggap penting sebelum melakukan analisa regresi yaitu multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas (Gujarati, 1995). Dalam penelitian ini dikarenakan persamaan regresi yang akan digunakan yang semestinya maka uji asumsi klasik tidak dilakukan. Uji yang dilakukan adalah uji normalitas data.

3.6.1. Uji Normalitas Data

Selain masalah perdagangan tidak sinkron untuk pasar modal yang sedang berkembang, data return juga diduga mempunyai distribusi yang tidak normal. Hartono dan Suriyanto (1999), membuktikan bahwa return yang terjadi di BEJ berdistribusi tidak normal. Data return yang berdistribusi tidak normal akan memperbesar bias yang terjadi pada beta dan memperpanjang periode koreksi dari beta yang bias. Pengujian normalitas data juga mutlak dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat untuk digunakan. Uji normalitas data dilakukan sebagai berikut.

Dengan menggunakan program SPSS pada uji statistik deskriptif. Uji statistik deskriptif yang digunakan untuk memperoleh gambaran dari data return masing-masing sekuritas. Nilai Z dapat dipakai untuk secara cepat melihat nilai mana yang menyimpang cukup jauh dari rata-ratanya. Jika suatu data berdistribusi normal, suatu nilai input distandardisasi dengan nilai Z.

$$Z = (X_i - \bar{x}) / s$$

Dimana X_i = nilai data ke i

\bar{x} = mean data

s = standard deviasi

Dari uji ini akan diperoleh nilai standardized value yang akan dibandingkan dengan nilai Z tabel untuk mengetahui normal tidaknya data yang digunakan.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

4.1.1. Pasar Modal Sebagai Sumber Informasi

Pasar Modal mempunyai peran yang penting bagi pembangunan ekonomi dimana sebagai salah satu sumber pembiayaan eksternal bagi dunia usaha dan juga merupakan sarana investasi bagi investor. Pasar Modal didukung oleh lembaga-lembaga lain, yaitu Lembaga Kliring dan Penjaminan, dan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian. Peran Bursa Efek adalah sebagai pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual beli efek kepada pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek. Oleh karena itu peran bursa efek penting dalam mengembangkan Pasar Modal Indonesia.

Keberadaan Pasar Modal Indonesia diharapkan dapat menekan biaya eksternal perusahaan dan akhirnya diharapkan dapat lebih memacu perkembangan ekonomi Indonesia karena meningkatnya sumber dana untuk investasi yang lebih murah. Peran Pasar Modal dan lembaga keuangan yang ada dibawahnya dalam perekonomian Indonesia akan semakin penting mengingat kebutuhan dana yang diperlukan untuk mempertahankan laju pertumbuhan ekonomi yang semakin besar. Para investor dapat memanfaatkan keberadaan Pasar Modal sebagai agen perdagangan dalam proses jual beli saham sehingga segala informasi dapat dibagi antara investor, emiten maupun perusahaan

sekuritas. Salah satu informasi yang dapat dibagi adalah informasi mengenai dividen. Pengumuman kebijakan dividen dapat dijadikan signal bagi pasar untuk mengambil suatu keputusan yang tepat mengenai kondisi pasar.

4.1.2. Gambaran Sektor Financial

Krisis keuangan yang menimpa negara-negara Asia telah menyebabkan krisis ekonomi secara menyeluruh. Dunia usaha mengalami kemandekan yang cukup parah, hal ini ditambah dengan kebijakan pengetatan likuiditas perekonomian yang dilakukan oleh BI lewat instrumen peningkatan tingkat suku bunga SBI. Sehingga mengakibatkan bunga tabungan menjadi melonjak. Bank-bank mengalami negatif spread dimana bunga tabungan lebih besar dari bunga pinjaman. Dapat dibayangkan bagaimana beban dunia usaha saat itu yang masih menggantungkan sumber pendanaan dari sektor perbankan.

Dengan lumpuhnya sektor riil berdampak pada perdagangan saham, harga-harga saham pada BEJ turun drastis sampai titik terendah. Perusahaan-perusahaan sekuritas mengalami kerugian-kerugian yang cukup besar karena kejadian ini. Hal ini juga berlaku pada perusahaan-perusahaan asuransi.

Dalam data resmi Bank Indonesia menunjukkan bahwa modal-modal bank umum menurun menjadi minus Rp. 98,542 triliun. Ditambah beban biaya yang menumpuk karena kredit macet sebesar Rp. 525 triliun. Dengan keterpurukan ini maka para pelaku pasar akan sulit untuk memberikan kepercayaan pada sektor ini. Dalam penelitian ini kondisi tersebut dikaitkan

dengan *dividen signalling theory*, apakah teori signal dividen berlaku pada sektor ini ?.

4.2. Gambaran Perusahaan

Gambaran singkat perusahaan-perusahaan yang diteliti berikut ini akan diuraikan menurut kasus pembagiannya, yaitu perusahaan yang melakukan kebijakan inisiasi dividen yang berjumlah 10 perusahaan dan perusahaan yang melakukan kebijakan omisi dividen berjumlah 3 perusahaan.

4.2.1. Gambaran Perusahaan yang Melakukan Kebijakan Inisiasi Dividen

Perusahaan-perusahaan yang melakukan kebijakan inisiasi dividen adalah perusahaan yang sebelumnya tidak membayar dividen, lalu membayar dividen untuk pertama kalinya. Kelompok perusahaan ini mampu membagikan dividen setelah krisis moneter. Diantaranya Bank Pan Indonesia, BDNI Reksadana, Bunas Finance Indonesia, Sinar Mas Multi Artha, Bhakti Investama, Asuransi Bina Dana Artha, Asuransi Bintang, Asuransi Harta Aman Pratama, Maskapai Reasuransi Indonesia dan Pool Asuransi Indonesia. Perusahaan-perusahaan ini bergerak di bidang perbankan, asuransi, dan sekuritas. Inisiasi dividen terjadi pada rentang tahun 1999 dan 2000 dimana jumlah dividen yang dikeluarkan berkisar Rp. 1 hingga Rp. 300.

Dibawah ini dapat dilihat perincian dari uraian diatas

Tabel 4.2.1**Perusahaan yang melakukan Inisiasi Dividen**

No	Nama Perusahaan	Kode	Inisiasi	Tgl. RUPS	Dividen
1	Bank Pan Indonesia	PNBN	2000	29 Juni 2001	Rp. 87
2	BDNI Reksadana	DANA	1999	26 Juni 2000	Rp.100
3	Bunas Finance Indonesia	BFIN	1999	22 Agt 2000	Rp. 1
4	Simar Mas Multi Artha	SMMA	1999	27 Juni 2000	Rp. 5
5	Bhakti Investama	BHIT	2000	27 Juni 2001	Rp. 8
6	Asuransi Bina Dana Artha	ABDA	1999	10 Juli 2000	Rp.300
7	Asuransi Bintang	ASBI	1999	16 Mei 2000	Rp.290
8	Asuransi Harta Aman Pratama	AHAP	2000	14 Juni 2001	Rp. 75
9	Maskapai Reasuransi Indonesia	MREI	1999	9 Mei 2000	Rp. 69
10	Pool Asuransi Indonesia	POOL	2000	28 Juni 2001	Rp. 60

4.2.2. Gambaran Perusahaan yang Melakukan Kebijakan Omisi Dividen

Perusahaan yang termasuk golongan ini adalah perusahaan yang sebelumnya membayar dividen, lalu menghapus dividen untuk pertama kalinya. Perusahaan ini tidak membayar dividen pada tahun 1999, 2001, 2002, antara lain Asuransi Harta Aman Pratama, Bank N I S P, Asuransi Dayin Mitra. Perusahaan-perusahaan ini bergerak dibidang perbankan dan asuransi. Pembayaran dividen pada tahun sebelumnya sebesar Rp. 60 sampai dengan Rp.250

Dibawah ini dapat dilihat perincian dari uraian diatas

Tabel 4.2.2.
Perusahaan yang melakukan Omisi Dividen

No	Nama Perusahaan	Kode	Omisi	Tgl. RUPS	Dividen th. Sebelumnya
1	Asuransi Harta aman Pratama	AHAP	2002	21 Mei 2003	Rp. 50
2	Bank N I S P	NISP	2001	30 April 2002	Rp. 250
3	Asuransi Dayin Mitra	ASDM	1999	8 Juni 2000	Rp. 60

4.3. Pengujian Normalitas Data

Selain masalah perdagangan yang tidak sinkron, untuk pasar modal yang sedang berkembang, data return juga diduga mempunyai distribusi yang tidak normal. Oleh karena itu, distribusi dari data return perlu diuji normalitasnya. Pengujian normalitas data dilakukan dengan software SPSS 11.5, dengan tahapan sebagai berikut:

- a. Menghitung return individu dan return pasar untuk seluruh emiten untuk masing-masing peristiwa (Lampiran 1).
- b. Mendiskripsikan data tersebut ke dalam nilai standardized untuk mengetahui kondisi kenormalan data. Menurut Singgih (2003), jika data terdistribusi normal dan tingkat kepercayaan 95% (sebagian perhitungan SPSS berdasarkan angka ini), maka tingkat signifikansi adalah 100%-95% atau 5%. Jika menggunakan dua sisi (ada tanda + dan -), maka batas kritis ada pada 5% dibagi 2 atau 2,5. Pada tabel Z, perhitungan pada satu sisi atau 50%, maka batas kritis ada pada luas kurva (50%-2,5%) atau (47,5%). Pada tabel Z, untuk luas kurva 47,5% di dapat nilai kritis 1,96%. Apabila nilai standardized berada pada range -1,96 dan

+1,96 maka data bukan termasuk *outliner*, dimana data *outliner* akan mempengaruhi kenormalan data.

Untuk data *outliner*, maka diperlukan treatment untuk menjadikan data return berdistribusi normal, yaitu dengan *trimming*. Metode tersebut dilakukan dengan cara mengeluarkan data *outliner* dari kelompoknya. Hasil dari uji normalitas data return dan nilai *standardized* dapat dilihat pada lampiran 2.

4.4. Koreksi Bias Beta Sekuritas

Perhitungan beta yang dilakukan ternyata jauh dari angka yang diharapkan yaitu 1. Karena perhitungan beta yang jauh dari angka satu maka akan menimbulkan analisa lanjutan yang keliru. Indeks beta yang normal adalah 1. Hal ini bisa terjadi kalau rata-rata peningkatan harga seluruh saham yang tercatat meningkat, dan persentase yang sama dengan saham yang dimiliki indeks beta 1. Bias dalam beta sekuritas terjadi pada pasar modal yang sedang berkembang (*emerging market*) termasuk Bursa Efek Jakarta. Beta yang bias disebabkan oleh perdagangan yang tidak sinkron. Perdagangan tidak sinkron ini terjadi di pasar yang transaksi perdagangannya jarang terjadi atau disebut dengan pasar yang tipis (Jogiyanto Hartono, 2000). Jika terjadi bias maka penggunaan beta dapat memberikan inferensi yang keliru dan menyesatkan (Jogiyanto Hartono dan Surianto, 1999). Untuk mengurangi bias beta diperlukan koreksi dengan metode Fowler dan Rorke. Dengan periode koreksi yang cukup panjang yaitu empat periode mundur (*lag*) dan empat periode maju (*lead*). Dengan menggunakan beta yang sudah dikoreksi, analisis yang

dilakukan oleh para praktisi pasar akan lebih akurat. Perhitungan beta dapat dilihat pada Lampiran 3 sampai dengan Lampiran 6.

Tabel 4.4 a
Hasil Penghitungan Koefisiensi Regresi selama Estimation Period
Perusahaan yang melakukan Kebijakan Dividen
(nilai beta sebelum dan sesudah koreksi)

Kode Perusahaan	Beta awal	Beta 1 lag 1 lead	Beta 4 lag 4 lead
PNBN	0,170	0,215	-1,934
DANA	0,494	-1,714	-0,222
BFIN	0,969	0,376	-0,571
SMMA	-0,411	-0,433	4,994
BHIT	0,405	0,301	0,206
ABDA	1,187	0,824	0,426
ASBI	0,274	0,604	1,170
AHAP	0,232	0,448	1,428
AHAP2	-0,772	-1,622	-1,341
MREI	0,548	1,366	13,139
POOL	---	---	---
NISP	0,490	-0,128	1,989
ASDM	1,295	1,071	1,559
RATA-RATA	0,407	0,109	1,737

Hal pertama yang perlu kita lihat dari tabel diatas adalah emiten POOL, dimana data beta tidak dapat dihitung dalam program SPSS. Hal ini terjadi karena data return saham POOL hampir tidak mengalami perubahan pada periode estimasi. Hal kedua yang dapat kita simpulkan bahwa ada emiten dengan beta negatif yaitu AHAP2 dan SMMA. Nilai beta negatif menunjukkan

kondisi jika secara umum harga saham naik, maka saham yang memiliki beta negatif mengalami penurunan. Dari hasil perhitungan bias beta perusahaan reporter terlihat bahwa rata-rata beta yang tidak dikoreksi sebesar 0,407 ternyata lebih mendekati 1 dari pada beta hasil koreksi baik *1 lag 1 lead beta* sebesar 0,109 maupun *4 lag 4 lead beta* sebesar 1,737. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pada penelitian ini untuk beta perusahaan reporter, koreksi bias yang menggunakan Metode Fowler dan Rorke bukannya mengurangi bias yang terjadi, tetapi sebaliknya meningkatkan bias yang terjadi. Hal ini disebabkan karena frekuensi ketidaksinkronan relatif jarang terjadi. Jika perdagangan sudah sinkron, maka koreksi dengan lag dan lead bukannya mengurangi sinkron yang terjadi, tetapi sebaliknya akan membuat tidak sinkron. Sehingga beta yang digunakan dalam penelitian ini adalah beta sebelum koreksi. Jogiyanto Hartono (2000) menjelaskan bahwa koreksi dengan banyak periode lag dan lead akan memberikan hasil yang baik untuk kasus-kasus yang frekuensi tidak sinkronnya tinggi, yaitu untuk kasus-kasus pasar modal yang sebagian besar sahamnya sering tidak aktif dalam waktu periode yang lama.

Kondisi beta saham perusahaan reporter berbeda dengan perusahaan industri finansial, dimana rata-rata beta hasil koreksi periode 4 lag dan 4 lead pada perusahaan finansial sebesar 0,764 lebih mendekati 1 jika dibandingkan beta sebelum koreksi sebesar 0,531 maupun beta hasil koreksi periode 1 lag dan 1 lead sebesar 0,594. Dari hasil ringkasan dibawah ini terlihat bahwa pengkoreksian beta menggunakan banyak periode lag dan lead memberikan

hasil yang lebih baik. Hal ini selaras dengan penelitian Jogiyanto Hartono dan Suriyanto, (1999).

Tabel 4.4 b

**Hasil Penghitungan Koefisiensi Regresi selama Estimation Period
Perusahaan-perusahaan Sektor finansial atas Kebijakan Dividen
(nilai beta sebelum dan sesudah koreksi)**

Kode Perusahaan	Beta awal	Beta 1 lag 1 lead	Beta 4 lag 4 lead
PNBN	0,433	0,709	0,801
DANA	0,518	0,386	0,574
BFIN	0,509	0,634	0,216
SMMA	0,480	0,453	0,713
BHIT	0,432	0,708	0,801
ABDA	0,528	0,528	0,658
ASBI	0,526	0,489	0,736
AHAP	0,413	0,672	0,799
AHAP2	1,063	1,247	1,641
MREI	0,478	0,480	0,752
POOL	0,443	0,709	0,801
NISP	0,386	0,145	---
ASDM	0,690	0,559	0,677
RATA-RATA	0,531	0,594	0,764

Khusus untuk emiten NISP pada beta hasil koreksi tidak dapat dihitung dengan program SPSS, sehingga menggunakan beta sebelum koreksi

4.5. Pengujian Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Pasar

Pengujian kandungan informasi pengumuman kebijakan dividen dilakukan untuk mendeteksi reaksi pasar terhadap pengumuman kebijakan dividen di pasar modal. Untuk menguji dan menganalisis reaksi pasar dari masing-masing peristiwa yaitu inisiasi dividen dan omisi dividen maka setiap peristiwa diuji efek isi informasinya terhadap pendapatan yakni pengujian terhadap ada tidaknya *abnormal return* saham. Reaksi investor terhadap pengumuman kebijakan dividen diproksi dengan *abnormal return* harian di sekitar hari pengumuman. Penghitungan *abnormal return* dilakukan dengan market model, yaitu abnormal return merupakan selisih antara return realisasi saham dan *expected return* (Setyorini, 2001). Berdasarkan kondisi perdagangan BEJ yang masih tipis maka dalam menghitung *expected return* telah dilakukan koreksi untuk memperoleh nilai beta yang mendekati nilai beta yang sebenarnya.

Abnormal return yang diperoleh investor memiliki dua arah, yakni positif dan negatif. Apabila nilai abnormal return positif, maka dapat disimpulkan bahwa peristiwa pengumuman dividen memberikan keuntungan abnormal kepada pemegang saham. Demikian pula sebaliknya.

Pengujian hipotesis pertama bahwa terdapat abnormal return perusahaan *reporter* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pelaksanaan kebijakan inisiasi dan omisi dividen perusahaan *reporter* dilakukan dengan single index market model. Model ini digunakan karena kondisi pasar yang relatif berkembang dinamis tanpa gejolak yang berarti. Untuk menghilangkan faktor pengganggu dan memperhitungkan kondisi pasar, maka kondisi perdagangan

pasar dipergunakan dalam penentuan Expected Return, dimana Return Pasar diregresikan dengan menggunakan beta hasil perhitungan guna mendapatkan expected return yang ditujukan untuk penetapan abnormal return.

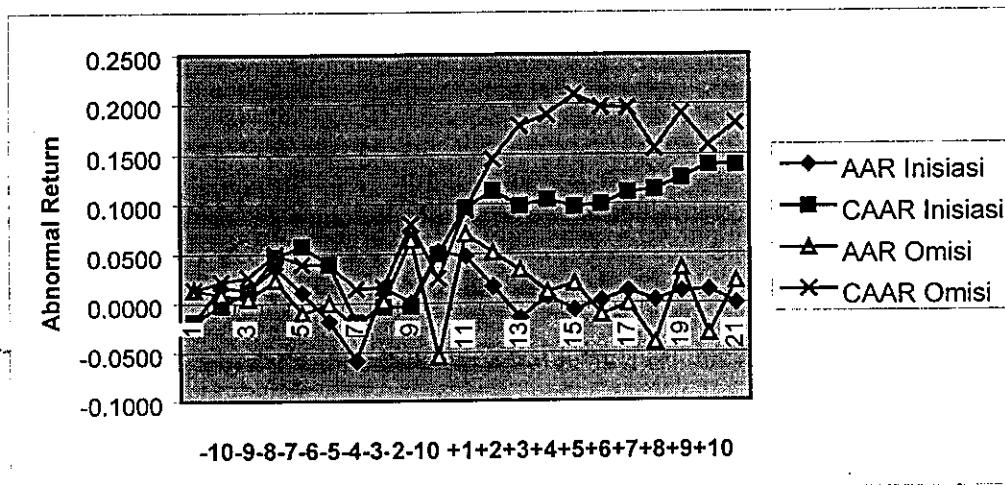
Metode *market model* dalam *event study* ini selaras dengan penelitian Emilia Frida Y (2002). Model ini mengestimasi *expected return* dengan tujuan mengetahui hubungan kebijakan dividen dengan abnormal returnnya. Teknik *market model* ini juga dilakukan oleh Setyorini (2001). Penelitiannya dilaksanakan pada tahun 1994 – 1996 pada BEJ. Sedangkan Rina BR Bukit dan Jogyanto (2000) melaksanakan penelitian dengan metode *market model* pada tahun 1989 sampai dengan 1996. Penggunaan metode ini juga dilaksanakan oleh dengan Petit (1972), Firth (1996) dan Kohers (1999) dalam masing-masing penelitiannya.

Hasil perhitungan untuk reaksi pasar terhadap kebijakan dividen yang terlihat dalam abnormal return perusahaan reporter untuk inisiasi menunjukkan hasil pada H-7, H-4, H-1 dan H0 memberikan average abnormal return yang positif dan negatif signifikan. Perusahaan yang melakukan kebijakan inisiasi dividen membuat perubahan kebijakan yang jelas. Perusahaan ingin berkomunikasi dan menyatakan kondisi ekonomi perusahaan mengalami hal yang positif. Untuk omisi dividen menghasilkan H-2 sampai dengan H+1, H+7 dan H+9 memberikan average abnormal return positif dan negatif signifikan (pada 10 %). Disini terlihat besarnya reaksi pasar untuk omisi dividen lebih besar dari reaksi pasar untuk inisiasi dividen. Perbedaan reaksi ini diduga karena penghapusan dividen pertama kalinya lebih banyak mengandung

informasi. Dimana suatu perusahaan yang mengomit dividennya berarti memberi informasi tentang kondisi perusahaan yang kurang baik pada saat ini maupun masa datang. Sedangkan penggabungan dari kebijakan inisiasi dan omisi menghasilkan H-7, H-2, H0 dan H+1 memberikan average abnormal return yang positif dan signifikan (pada level 5 %). Sedangkan H+8 memberikan average abnormal return positif dan signifikan (pada 10 %). Selanjutnya pada H-4 memberikan average abnormal return yang negatif dan signifikan (pada level 5%). Dari hasil ini dapat disimpulkan adanya reaksi pasar dan menunjukkan bahwa pengumuman kebijakan dividen mengandung informasi yang diserap pasar. Sehingga hipotesis pertama dapat diterima.

Gambar 4.5 a

**Average Abnormal Return dan Cummulative Average Abnormal Return
Perusahaan yang mengeluarkan kebijakan Inisiasi dan Omisi Dividen**



Pengujian hipotesis kedua bahwa terdapat abnormal return perusahaan-perusahaan sektor financial yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pe-

Tabel 4.5 a
Average Abnormal Return dan Cumulative Average Abnormal Return
Perusahaan yang mengeluarkan kebijakan Inisiasi dan Omisi Dividen

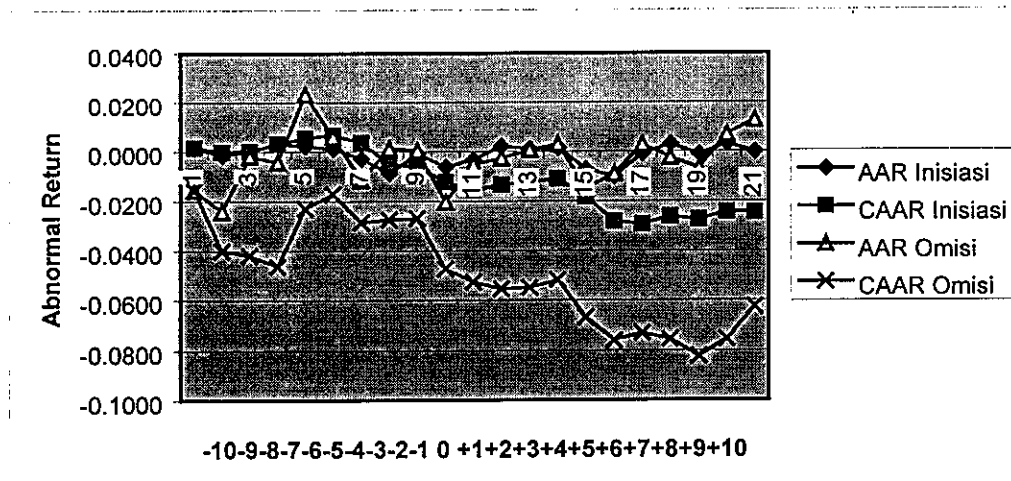
Inisiasi			Omisi			Inisiasi dan Omisi		
	AAR	SAAR		AAR	SAAR		AAR	SAAR
-10	-0,0184	-1,0356	-10	0,0134	0,9526	-10	-0,0105	-0,4206
-9	0,0163	1,6608	-9	0,0083	0,5580	-9	0,0143	1,7173
-8	0,0133	1,0450	-8	0,0046	0,5833	-8	0,0112	1,1967
-7	0,0357	2,9222 **)	-7	0,0233	1,1311	-7	0,0326	3,0962 **)
-6	0,0107	1,4338	-6	-0,0101	-1,1834	-6	0,0055	0,6501
-5	-0,0182	-1,6021	-5	-0,0004	-0,0229	-5	-0,0138	-1,3989
-4	-0,0585	-5,0767 **)	-4	-0,0245	-1,1265	-4	-0,0500	-4,9598 **)
-3	0,0154	0,3350	-3	0,0014	-0,1993	-3	0,0119	0,1904
-2	0,0007	0,0222	-2	0,0637	4,8626 **)	-2	0,0164	2,4504 **)
-1	0,0523	4,0497 **)	-1	-0,0546	-4,1322 **)	-1	0,0256	1,4411
0	0,0473	4,4716 **)	0	0,0694	3,3379 **)	0	0,0528	5,5414 **)
+1	0,0168	1,2890	+1	0,0508	4,8106 **)	+1	0,0253	3,5215 **)
+2	-0,0152	-1,4904	+2	0,0331	1,7830	+2	-0,0031	-0,3993
+3	0,0060	0,3485	+3	0,0110	0,5339	+3	0,0073	0,5687
+4	-0,0069	-0,6072	+4	0,0198	1,3512	+4	-0,0002	0,1498
+5	0,0024	-0,2805	+5	-0,0122	-0,6203	+5	-0,0013	-0,5530
+6	0,0120	1,0786	+6	-0,0010	0,0977	+6	0,0088	0,9830
+7	0,0029	0,1590	+7	-0,0405	-2,6888 *)	+7	-0,0079	-1,2067
+8	0,0117	0,8661	+8	0,0349	2,3299	+8	0,0175	1,9150 *)
+9	0,0132	1,1289	+9	-0,0315	-2,8959 *)	+9	0,0020	-0,4703
+10	-0,0006	0,7159	+10	0,0217	0,7303	+10	0,0050	0,9851

**) Level 5 % - *) Level 10 %

laksanaan kebijakan inisiasi dan omisi dividen perusahaan *reporter* dilakukan dengan single index market model dapat dilihat gambar 4.5 b dan tabel 4.5 b.

Gambar 4.5 b

**Average Abnormal Return dan Cummulative Average Abnormal Return
Perusahaan Sektor Finansial atas Kebijakan Inisiasi dan Omisi Dividen**



Hasil perhitungan untuk reaksi pasar menunjukkan hasil pada H-3, H-1, H+4 dan H+5 memberikan average abnormal return yang negatif dan signifikan (pada level 5 %). Pada omisi menunjukkan hasil H-9 dan H-6 memberikan average abnormal return positif dan negatif signifikan (pada level 10 %). Sedangkan untuk penggabungan menghasilkan Pada H-9, H-6, H-3, H-1, H+4 dan H+5 memberikan average abnormal return yang negatif dan positif signifikan (pada level 5 % dan 10 %). Dari hasil ini dapat disimpulkan adanya reaksi pasar disekitar tanggal peristiwa menunjukkan bahwa pengumuman kebijakan dividen mengandung informasi yang diserap pasar dan terlihat pada abnormal return perusahaan-perusahaan sektor financial. Dari hasil diatas juga dapat disimpulkan bahwa ternyata terdapat transfer informasi dari perusahaan reporter atas kebijakan dividennya terhadap perusahaan lain dalam sektor

industri yang sama. Hal ini dapat dilihat dari abnormal return yang signifikan disekitar hari pengumuman. Sehingga hipotesis kedua dapat diterima.

Tabel 4.5 b
Average Abnormal Return dan Cummulative Average Abnormal Return
Perusahaan Sektor Finansial atas Kebijakan Inisiasi dan Omisi Dividen

Inisiasi			Omisi			Inisiasi dan Omisi		
	AAR	SAAR		AAR	SAAR		AAR	SAAR
-10	0,0015	0,3610	-10	-0,0157	-1,6683	-10	-0,0025	-0,5045
-9	-0,0016	-0,5776	-9	-0,0242	-2,6051 *)	-9	-0,0068	-1,8298 *)
-8	0,0003	0,0441	-8	-0,0020	-0,2608	-8	-0,0003	-0,0902
-7	0,0030	0,7241	-7	-0,0044	-0,4172	-7	0,0013	0,4524
-6	0,0023	0,8019	-6	0,0232	2,3959 *)	-6	0,0072	1,9300 *)
-5	0,0011	0,4637	-5	0,0060	0,6122	-5	0,0022	0,7294
-4	-0,0029	-0,7820	-4	-0,0114	-1,1538	-4	-0,0049	-1,2908
-3	-0,0088	-2,5459 **)	-3	0,0012	0,1253	-3	-0,0065	-2,2614 **)
-2	-0,0010	-0,5788	-2	0,0004	0,0933	-2	-0,0006	-0,4817
-1	-0,0062	-1,8137 *)	-1	-0,0204	-2,1843	-1	-0,0095	-2,7478 **)
0	-0,0033	-0,9008	0	-0,0052	-0,5370	0	-0,0037	-1,0908
+1	0,0021	0,3966	+1	-0,0028	-0,2556	+1	0,0010	0,2342
+2	0,0011	-0,0830	+2	0,0005	0,0192	+2	0,0010	-0,0662
+3	0,0014	0,2661	+3	0,0030	0,3129	+3	0,0018	0,3994
+4	-0,0073	-1,8974 *)	+4	-0,0149	-1,5972	+4	-0,0090	-2,5307 **)
+5	-0,0101	-2,4969 **)	+5	-0,0091	-1,0378	+5	-0,0098	-2,7983 **)
+6	-0,0011	-0,2180	+6	0,0028	0,2712	+6	-0,0002	-0,0634
+7	0,0030	0,8558	+7	-0,0025	-0,2931	+7	0,0018	0,6347
+8	-0,0011	-0,3294	+8	-0,0067	-0,6723	+8	-0,0024	-0,6368
+9	0,0031	0,6295	+9	0,0069	0,7737	+9	0,0040	0,9615
+10	-0,0002	-0,0610	+10	0,0126	1,3547	+10	0,0028	0,6217

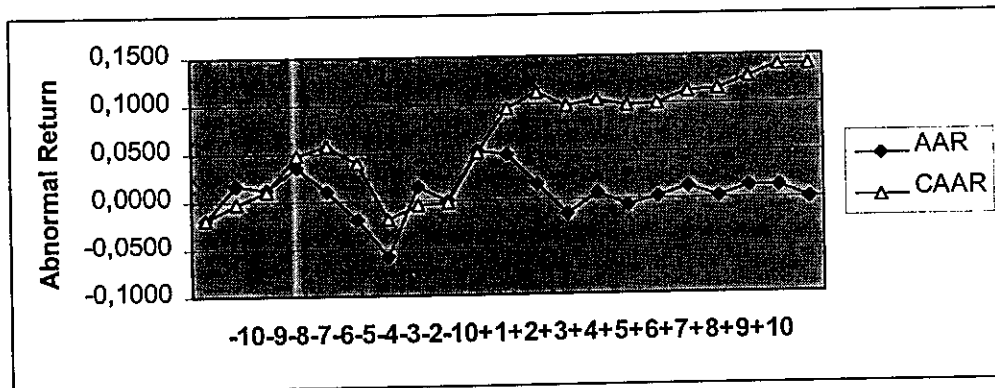
**) Level 5 % - *) Level 10 %

4.5.1. Pengujian Pengaruh Kebijakan Inisiasi Dividen Terhadap Pasar

Pengujian hipotesis ketiga dan keempat atas reaksi pasar terhadap pengumuman kebijakan dividen pada kasus inisiasi dividen dilakukan dengan menggunakan single index market model. Pengujian ini untuk isi informasi perusahaan yang mengeluarkan kebijakan inisiasi dividen dan transfer informasi untuk perusahaan-perusahaan pada sektor financial. Setelah dilakukan estimasi *expected return* selama *estimation period*, langkah selanjutnya adalah menguji signifikansi *abnormal return* selama event period untuk menganalisa ada tidaknya abnormal return bagi pemegang saham.

Gambar 4.5.1 a

Average Abnormal Return dan Cumulative Average Abnormal Return
Perusahaan yang mengeluarkan kebijakan Inisiasi Dividen



Pengujian hipotesis ketiga dilakukan dengan single index market model dapat dilihat gambar 4.5.1 a dan tabel 4.5.1 a. Dari gambar diatas terlihat bahwa disekitar tanggal peristiwa average abnormal return positif, ini menandakan bahwa kebijakan inisiasi dividen ditangkap pasar sebagai hal yang positif.

Tabel 4.5.1 a

Average Abnormal Return dan Cummulative Average Abnormal Return

Perusahaan yang mengeluarkan kebijakan Inisiasi Dividen

	AAR	SAAR (T HIT)		CAAR	SCAAR
-10	-0,0184	-1,0356		-0,0184	-0,1831
-9	0,0163	1,6608		-0,0021	0,1105
-8	0,0133	1,0450		0,0112	0,2953
-7	0,0357	2,9222	signifikan **)	0,0469	0,8118
-6	0,0107	1,4338		0,0576	1,0653
-5	-0,0182	-1,6021		0,0394	0,7821
-4	-0,0585	-5,0767	signifikan **)	-0,0191	-0,1154
-3	0,0154	0,3350		-0,0038	-0,0561
-2	0,0007	0,0222		-0,0030	-0,0522
-1	0,0523	4,0497	signifikan **)	0,0493	0,6637
0	0,0473	4,4716	signifikan **)	0,0966	1,4541
+1	0,0168	1,2890		0,1133	1,6820
+2	-0,0152	-1,4904		0,0981	1,4185
+3	0,0060	0,3485		0,1041	1,4801
+4	-0,0069	-0,6072		0,0973	1,3728
+5	0,0024	-0,2805		0,0996	1,3232
+6	0,0120	1,0786		0,1116	1,5139
+7	0,0029	0,1590		0,1146	1,5420
+8	0,0117	0,8661		0,1262	1,6951
+9	0,0132	1,1289		0,1394	1,8947
+10	-0,0006	0,7159		0,1389	2,0212

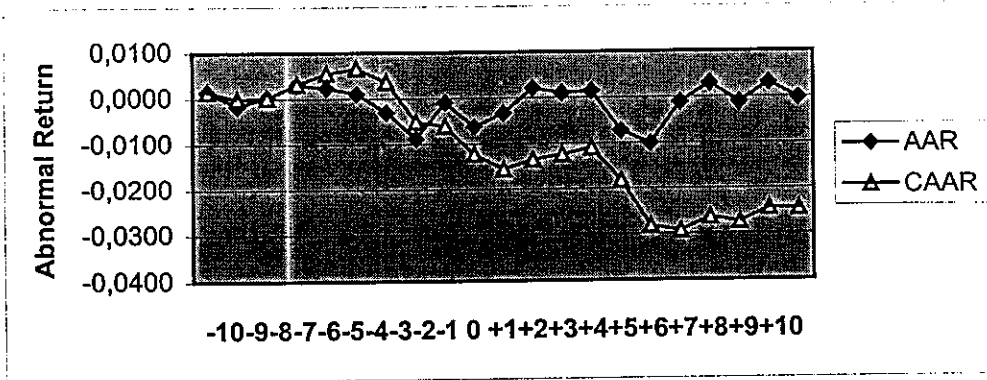
**) Level 5 % - *) Level 10 %

Hasil perhitungan untuk reaksi pasar terhadap kebijakan inisiasi dividen yang terlihat dalam abnormal return perusahaan reporter menunjukkan hasil

sebagai berikut. Pada H 0 dan H-1 memberikan average abnormal return yang positif dan signifikan (pada level 1 %). Sedangkan H-7 juga memberikan average abnormal return positif dan signifikan (pada level 5 %). Dapat dijelaskan bahwa dalam pengumuman kebijakan inisiasi dividen terjadi kebocoran informasi kepada pasar sehingga para investor telah melakukan transaksi beli yang mengakibatkan harga saham naik, hal ini ditandai abnormal return yang positif dan signifikan pada 7 hari dan 1 hari sebelum peristiwa. Sebagian investor mungkin memperoleh informasi dari pihak dalam perusahaan. Sedangkan reaksi pasar positif dan signifikan pada saat pengumuman dividen menunjukkan bahwa informasi pengumuman dividen telah tersebar secara merata pada investor. Lebih lanjut pada H-4 memberikan average abnormal return yang negatif dan signifikan (pada level 1 %) yang timbul karena adanya keraguan dari investor mengenai kebijakan dividen tersebut. Pada H+2 dan H+4 terdapat abnormal return yang negatif, yang muncul karena aksi *profit taking* dari para investor dengan menjual saham yang harganya sudah jauh meningkat sebagai akibat adanya pengumuman inisiasi dividen untuk memperoleh *capital gain* yang cukup besar. Ada 3 hari bursa dalam 21 hari event period yang memberikan average abnormal return yang positif dan 1 hari bursa yang memberikan average abnormal return negatif dan signifikan. Sehingga hipotesis ketiga dapat diterima.

Gambar 4.5.1 b

**Average Abnormal Return dan Cummulative Average Abnormal Return
Perusahaan Sektor Finansial atas Kebijakan Inisiasi Dividen**



Sedangkan untuk pengujian hipotesis keempat dapat dilihat dalam gambar di atas dan tabel dibawah ini.

Dari perhitungan dibawah ini menunjukkan bahwa pada H-3, H-1, H+4 dan H+5 terdapat average abnormal return yang negatif dan signifikan (pada level 5 % dan 10 %). Nilai negatif yang signifikan tersebut menunjukkan adanya suatu efek competitive dalam industri financial, sehingga apa yang menjadi berita baik dalam suatu perusahaan, merupakan berita buruk bagi perusahaan lain dalam industri ini. Disini terlihat bahwa persepsi pasar menyimpulkan bahwa kebijakan inisiasi dividen yang dikeluarkan perusahaan reporter akan merupakan sebuah ancaman perusahaan-perusahaan lain dalam industri yang sama sehingga timbul aksi jual, hal ini tercermin dari abnormal return perusahaan-perusahaan sektor financial yang negatif. Namun secara umum hipotesis keempat dapat diterima.

Tabel 4.5.1 b

Average Abnormal Return dan Cummulative Average Abnormal Return

Perusahaan Sektor Finansial atas Kebijakan Inisiasi Dividen

	AAR	SAAR (T HIT)		CAAR	SCAAR
-10	0,0015	0,3610		0,0015	0,0638
-9	-0,0016	-0,5776		-0,0001	-0,0383
-8	0,0003	0,0441		0,0002	-0,0305
-7	0,0030	0,7241		0,0032	0,0975
-6	0,0023	0,8019		0,0055	0,2393
-5	0,0011	0,4637		0,0066	0,3212
-4	-0,0029	-0,7820		0,0037	0,1830
-3	-0,0088	-2,5459	signifikan **)	-0,0051	-0,2671
-2	-0,0010	-0,5788		-0,0061	-0,3694
-1	-0,0062	-1,8137	signifikan *)	-0,0123	-0,6900
0	-0,0033	-0,9008		-0,0156	-0,8492
+1	0,0021	0,3966		-0,0135	-0,7791
+2	0,0011	-0,0830		-0,0124	-0,7938
+3	0,0014	0,2661		-0,0110	-0,7468
+4	-0,0073	-1,8974	signifikan *)	-0,0182	-1,0822
+5	-0,0101	-2,4969	signifikan **)	-0,0283	-1,5236
+6	-0,0011	-0,2180		-0,0294	-1,5621
+7	0,0030	0,8558		-0,0263	-1,4108
+8	-0,0011	-0,3294		-0,0274	-1,4691
+9	0,0031	0,6295		-0,0243	-1,3578
+10	-0,0002	-0,0610		-0,0245	-1,3685

**) Level 5 % - *) Level 10 %

4.5.2. Pengujian Pengaruh Kebijakan Omisi Dividen Terhadap Pasar

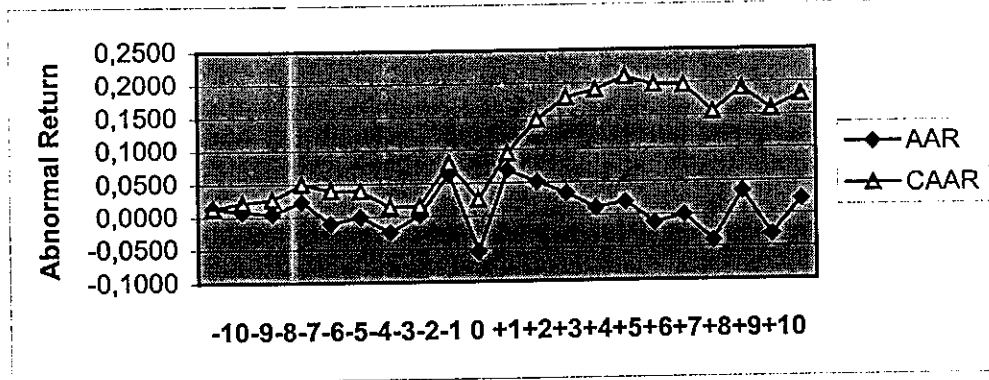
Pengujian hipotesis kelima dan keenam atas reaksi pasar terhadap pengumuman omisi dividen pada kasus omisi dividen dilakukan dengan menggunakan single index market model. Pengujian ini untuk isi informasi perusahaan yang mengeluarkan kebijakan omisi dividen dan transfer informasi untuk perusahaan-perusahaan pada sektor finansial. Setelah dilakukan *estimasi expected return* selama *estimation period*, langkah selanjutnya adalah menguji signifikansi *abnormal return* selama event period untuk menganalisa ada tidaknya abnormal return bagi pemegang saham.

Pengujian hipotesis ketiga bahwa terdapat abnormal return perusahaan *reporter* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pelaksanaan kebijakan omisi dividen perusahaan *reporter* dilakukan dengan single index market model dapat dilihat gambar 4.5.2 a dan tabel 4.5.2 a. Dalam gambar dibawah ini terlihat bahwa pada sekitar hari peristiwa terdapat abnormal return yang signifikan baik negatif maupun positif. Ini menjadi bukti bahwa terdapat reaksi pasar disekitar peristiwa kebijakan omisi dividen.

Hasil perhitungan untuk reaksi pasar terhadap kebijakan omisi dividen yang terlihat dalam abnormal return perusahaan *reporter* menunjukkan hasil sebagai berikut. Pada H-2, H0 dan H+1 memberikan average abnormal return yang positif dan signifikan (pada level 5 %). Sedangkan H-1, H+7 dan H+9 memberikan average abnormal return negatif dan signifikan (pada level 5 % dan level 10 %).

Gambar 4.5.2 a

Average Abnormal Return dan Cumulative Average Abnormal Return
Perusahaan yang mengeluarkan Kebijakan Omisi Dividen



Dapat dijelaskan bahwa dalam pengumuman kebijakan omisi dividen terjadi pula kebocoran informasi kepada pasar sehingga para investor telah melakukan transaksi jual pada H-1 yang mengakibatkan harga saham turun, namun kebijakan omisi dividen ternyata tidak menimbulkan pesimis pasar pada hari peristiwa atas saham tersebut yang terlihat pada abnormal return yang positif pada H0 dan H+1, namun pada 7 dan 9 hari setelah peristiwa, terjadi kondisi abnormal return yang negatif dan signifikan, hal ini merupakan bukti bahwa investor mulai bereaksi negatif terhadap perusahaan reporter. Para investor mulai dapat menyimpulkan kondisi perusahaan sebagai dasar dikeluarkannya kebijakan omisi dividen, dimana perusahaan akan mengalami kondisi yang buruk pada masa yang akan datang. Para investor melakukan aksi jual sahamnya yang mengakibatkan harga saham turun. Namun secara umum hipotesis kelima dapat diterima.

Tabel 4.5.2 a

Average Abnormal Return dan Cummulative Average Abnormal Return

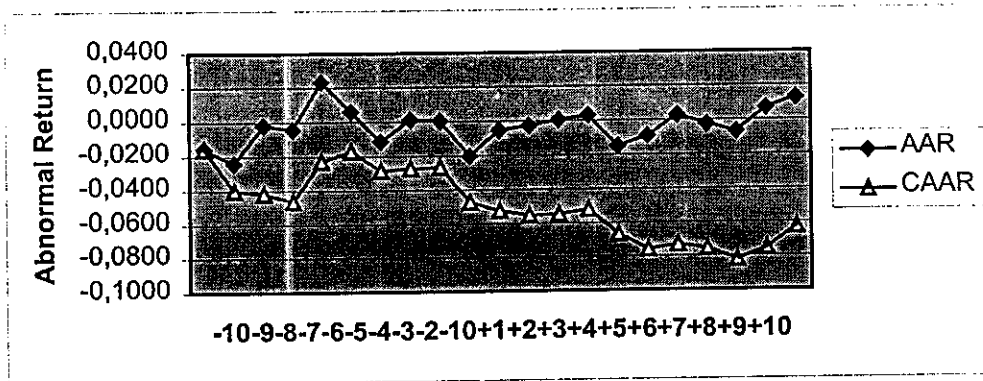
Perusahaan yang mengeluarkan Kebijakan Omisi Dividen

	AAR	SAAR (T HIT)		CAAR	SCAAR
-10	0,0134	0,9526		0,0134	0,1684
-9	0,0083	0,5580		0,0217	0,2670
-8	0,0046	0,5833		0,0263	0,3701
-7	0,0233	1,1311		0,0497	0,5701
-6	-0,0101	-1,1834		0,0396	0,3609
-5	-0,0004	-0,0229		0,0391	0,3568
-4	-0,0245	-1,1265		0,0146	0,1577
-3	0,0014	-0,1993		0,0160	0,1225
-2	0,0637	4,8626	signifikan **)	0,0796	0,9821
-1	-0,0546	-4,1322	signifikan **)	0,0250	0,2516
0	0,0694	3,3379	signifikan **)	0,0944	0,8416
+1	0,0508	4,8106	signifikan **)	0,1452	1,6920
+2	0,0331	1,7830		0,1783	2,0072
+3	0,0110	0,5339		0,1893	2,1016
+4	0,0198	1,3512		0,2091	2,3405
+5	-0,0122	-0,6203		0,1969	2,2308
+6	-0,0010	0,0977		0,1959	2,2481
+7	-0,0405	-2,6888	signifikan *)	0,1554	1,7728
+8	0,0349	2,3299		0,1903	2,1847
+9	-0,0315	-2,8959	signifikan *)	0,1588	1,6727
+10	0,0217	0,7303		0,1805	1,8018

**) Level 5 % - *) Level 10 %

Gambar 4.5.2 b

**Average Abnormal Return dan Cummulative Average Abnormal Return
Perusahaan Sektor Finansial atas Kebijakan Omisi Dividen**



Sedangkan untuk hipotesis keenam dapat dilihat pada gambar 4.5.2 b dan tabel 4.5.2 b dimana abnormal return bervariasi antara positif dan negatif.

Dari perhitungan menunjukkan bahwa pada H-9 dan H-6 terdapat average abnormal return yang negatif dan positif signifikan (pada level 10 %). Hal ini menunjukkan bahwa dalam kebijakan omisi dividen timbul suatu efek kontagion. Dimana pasar menyimpulkan bahwa kebijakan omisi dividen yang dikeluarkan perusahaan reporter dianggap suatu pertanda buruk pada industri yang bersangkutan sehingga timbul aksi jual pada H-9, hal ini tercermin dari abnormal return perusahaan-perusahaan sektor finansial yang negatif. Kondisi ini terjadi sebelum peristiwa sehingga disimpulkan ada kebocoran informasi mengenai kebijakan omisi dividen. Para investor sudah mengetahui kabar omisi dividen seminggu sebelum pengumuman. Ada 12 hari bursa yang mempunyai abnormal return negatif sehingga omisi dividen. Para investor mempersepsikan sebagai pertanda buruk untuk saham perusahaan lain. Namun secara umum hipotesis keenam dapat diterima

Tabel 4.5.2 b

**Average Abnormal Return dan Cummulative Average Abnormal Return
Perusahaan Sektor Finansial atas Kebijakan Omisi Dividen**

	AAR	SAAR (T HIT)		CAAR	SCAAR
-10	-0,0157	-1,6683		-0,0157	-0,2949
-9	-0,0242	-2,6051	signifikan *)	-0,0399	-0,7554
-8	-0,0020	-0,2608		-0,0419	-0,8015
-7	-0,0044	-0,4172		-0,0463	-0,8753
-6	0,0232	2,3959	signifikan *)	-0,0231	-0,4517
-5	0,0060	0,6122		-0,0171	-0,3435
-4	-0,0114	-1,1538		-0,0285	-0,5475
-3	0,0012	0,1253		-0,0274	-0,5253
-2	0,0004	0,0933		-0,0270	-0,5088
-1	-0,0204	-2,1843		-0,0474	-0,8950
0	-0,0052	-0,5370		-0,0526	-0,9899
+1	-0,0028	-0,2556		-0,0554	-1,0351
+2	0,0005	0,0192		-0,0549	-1,0317
+3	0,0030	0,3129		-0,0519	-0,9764
+4	-0,0149	-1,5972		-0,0668	-1,2587
+5	-0,0091	-1,0378		-0,0759	-1,4422
+6	0,0028	0,2712		-0,0730	-1,3942
+7	-0,0025	-0,2931		-0,0755	-1,4460
+8	-0,0067	-0,6723		-0,0822	-1,5649
+9	0,0069	0,7737		-0,0753	-1,4281
+10	0,0126	1,3547		-0,0627	-1,1886

**) Level 5 % - *) Level 10 %

BAB V

KESIMPULAN, IMPLIKASI MANAJERIAL DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini dilaksanakan untuk menguji reaksi pasar terhadap pengumuman kebijakan inisiasi dan omisi dividen perusahaan disektor finansial di Bursa Efek Jakarta. Model yang digunakan adalah *market model*, dengan model statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah uji t.

Pengujian dengan menggunakan semua sampel penelitian menunjukkan bahwa dalam 21 hari sekitar pengumuman dividen ada investor yang memperoleh *abnormal return* positif dan ada juga yang memperoleh *abnormal return* negatif. Masa estimasi digunakan waktu 60 hari bursa. Penelitian juga telah melakukan koreksi beta untuk mengurangi bias yang terjadi pada Bursa Efek Jakarta. Hasil koreksi ini menunjukkan hasil yang mendekati 1 hanya pada sampel perusahaan-perusahaan sektor finansial, namun pada perusahaan reporter membuahkan hasil sebaliknya. Hasil koreksi tidak mengurangi bias yang terjadi namun menambah bias yang terjadi. Hal ini disebabkan karena frekuensi ketidaksinkronan relatif jarang terjadi yaitu untuk kasus pasar modal yang sebagian besar sahamnya relatif aktif dalam waktu periode yang lama. Jika perdagangan sudah sinkron, maka koreksi dengan lag dan lead bukannya mengurangi sinkron yang terjadi, tetapi sebaliknya akan membuat tidak sinkron.

5.1.1. Reaksi Pasar terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen

Hasil perhitungan untuk reaksi pasar terhadap kebijakan inisiasi dividen yang terlihat dalam abnormal return perusahaan reporter menunjukkan hasil sebagai berikut. Pada H 0 dan H-1 memberikan average abnormal return yang positif dan signifikan (pada level 1 %). Sedangkan H-7 juga memberikan average abnormal return positif dan signifikan (pada level 5 %). Dapat dijelaskan bahwa dalam pengumuman kebijakan inisiasi dividen terjadi kebocoran informasi kepada pasar sehingga para investor telah melakukan transaksi beli yang mengakibatkan harga saham naik, hal ini ditandai abnormal return yang positif dan signifikan pada 7 hari dan 1 hari sebelum peristiwa. Kebocoran ini terjadi pada BEJ sehingga terjadi asimetri informasi. Pada keseluruhan hari terdapat 15 hari yang mempunyai abnormal return positif. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan inisiasi dividen ditanggapi pasar sebagai hal positif. Perusahaan dalam hal ini dibaca akan memiliki peluang dan perkembangan dimasa datang.

Sedangkan untuk transfer informasi terhadap perusahaan-perusahaan di sektor financial menunjukkan bahwa pada H-3, H-1, H+4 dan H+5 terdapat average abnormal return yang negatif dan signifikan (pada level 5 %). Hal ini menandakan bahwa pengumuman inisiasi dividen perusahaan reporter dibaca oleh investor perusahaan-perusahaan sektor financial sebagai suatu ancaman terhadap perusahaan-perusahaan sektor financial. Prospek perusahaan reporter yang baik dimasa datang akan mengakibatkan ancaman bagi perusahaan lain. Efek yang timbul adalah efek Kompetitif.

5.1.2. Reaksi Pasar terhadap Kebijakan Omisi Dividen

Hasil perhitungan untuk reaksi pasar terhadap kebijakan omisi dividen yang terlihat dalam abnormal return perusahaan reporter menunjukkan hasil sebagai berikut. Pada H-2, H0 dan H+1 memberikan average abnormal return yang positif dan signifikan (pada level 5 %). Sedangkan H-1, H+7 dan H+9 memberikan average abnormal return negatif dan signifikan (pada level 5 %). Dapat dijelaskan bahwa dalam pengumuman kebijakan omisi dividen terjadi kebocoran informasi yang terlihat dari abnormal return signifikan pada H-2 s/d H+2, meskipun dengan hasil bervariasi. Dari hasil diatas juga dapat disimpulkan bahwa kebijakan omisi dividen ditanggapi oleh investor sebagai pertanda buruk perusahaan dimasa datang, sehingga pada H-6 sampai H-4 dan H-1 ada aksi jual saham oleh para investor.

Sedangkan untuk perusahaan-perusahaan sektor finansial atas kebijakan omisi dividen perusahaan reporter menghasilkan 12 hari berupa abnormal return negatif. H-9 dan H-6 memberikan average abnormal return yang negatif dan positif signifikan. Dan ada 12 hari yang memberikan abnormal return negatif. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan omisi perusahaan reporter juga memberikan dampak yang sama kepada perusahaan-perusahaan sektor finansial. Efek yang terjadi adalah efek kontagion.

5.2. Implikasi Manajerial

Manajemen memiliki informasi mengenai prospek perusahaan dimasa akan datang. Informasi ini dicoba untuk disampaikan kepada para investor

melalui pengumuman kebijakan dividen. Pengumuman dividen ini akan memberikan sinyal berupa informasi perusahaan kepada para investor. Kebijakan yang dikeluarkan suatu perusahaan juga mengakibatkan tranfer informasi terhadap perusahaan lain dalam sektor industri yang sama. Atas dasar ini manajemen suatu perusahaan haruslah benar-benar mempelajari kondisi pasar sebelum mengeluarkan kebijakan inisiasi maupun omisi dividen. Dengan prinsip kehati-hatian maka efek negatif dari kebijakan yang dikeluarkan dapat dihindari. Suatu perusahaan yang tidak mengeluarkan dividen dalam beberapa tahun, kemudian pada tahun ini memiliki cash in flow yang baik, harus mempertimbangkan apakah akan mengeluarkan dividen tahun ini ataukah tahun depan? dengan pertimbangan jika mengeluarkan dividen tahun ini maka kepercayaan pemegang saham akan meningkat, namun suatu kesempatan investasi yang berprospek akan lepas, demikian pula sebaliknya. Sedangkan pada kebijakan omisi dividen perusahaan haruslah siap menghadapi reaksi investor atas pengumuman tersebut.

Kesimpulan pada penelitian ini menambah pertimbangan bahwa pembagian dividen ternyata mengakibatkan terjadinya abnormal return pada saham perusahaan. Sehingga dalam mengeluarkan kebijakan perusahaan harus mempertimbangkan kemungkinan yang akan terjadi dampak dari kebijakan tersebut. Perkiraan atas dampak dari kebijakan yang tepat akan menjauhkan perusahaan dari hasil yang tidak terduga. Selain itu perusahaan dalam mengeluarkan signal dalam bentuk pengumuman dividen sebaiknya juga

mempertimbangkan kebijakan-kebijakan lain yang dapat menjadi faktor pengganggu maupun faktor penunjang dari tujuan kebijakan dividen dimaksud.

Dalam pengeluaran kebijakan dividen, selain mempelajari pasar perusahaan juga perlu mengembangkan faktor-faktor yang mempengaruhi respon pasar terhadap kebijakan dividen. Faktor-faktor ini dapat dijadikan dasar pertimbangan kebijakan dividen, misalnya : likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu mengenai rasio pembayaran. Selanjutnya perusahaan juga bisa memilih bentuk-bentuk tertentu pembayaran dividen. Perusahaan dapat membayar dalam bentuk dividen tunai, dividen property, dalam bentuk surat utang, ataupun dalam bentuk saham, yang tentunya masing-masing bentuk ini memiliki kelebihan, kekurangan dan konsekuensi sendiri-sendiri.

Pada sisi teknis pihak manajemen harus memperhatikan saluran informasi kepada investor. Dengan saluran yang tepat, kebijakan yang dikeluarkan akan memberikan hasil yang memuaskan. Dengan saluran yang tepat maka sinyal-sinyal yang dikirimkan dapat ditangkap investor sesuai persepsi perusahaan.

5.3. Keterbatasan Penelitian dan Saran

Penelitian ini memiliki keterbatasan antara lain jumlah sampel penelitian ini sedikit, sehingga menimbulkan masalah kecukupan statistik. Penelitian ini dapat dilanjutkan pada masa yang akan datang dengan jumlah sektor yang lebih besar, sehingga sampel menjadi lebih besar.

Penelitian ini juga tidak mempertimbangkan informasi akuntansi lain disekitar tanggal pengumuman untuk mengurangi faktor pengganggu. Informasi akuntansi yang lain memiliki kemungkinan mempengaruhi investor dalam membaca pengumuman dividen, sehingga mempengaruhi hasil penelitian. Penelitian ini juga membatasi pengertian inisiasi dan omisi dividen dengan batas tahun sebelumnya 2 tahun. Penelitian selanjutnya dapat menguji kinerja return dalam waktu yang lebih panjang (misalnya 3 tahun).

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J., dan I. Swary, 1980, "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Return : An Empirical Analysis," **Journal of Finance** 35, hal 1-12
- Arifin Zaenal, 1993,"Perilaku Dividen Perusahaan-Perusahaan di BEJ," **Manajemen dan Usahawan Indonesia**, No. 8 Agustus
- Asquith, P. Mullins, D., 1983,"The Impact of Initiating Dividend Payment on Shareholders Wealth," **Journal of Business**, hal. 77 - 96
- Benartzi, S., R. Michaely, dan R. Thaler, 1997, "Do changes in Dividend Signal the Future or the Past?" **Journal of Finance**, 52, hal. 1007-1033
- Brigham, E. F., dan L. C. Gapenski, 1999, **Internasional Financial Management**, Sixth Edition, The Dryden Press Harcourt Brace College Publishers
- Brown, S. J. Dan J. B. Warner, 1985, "Using Daily Stock Return : The Case of Event Studies," **Journal of Financial Economics**, 14, hal 3 – 31
- Charest, G., 1978, "Dividend Information, Stock Return, and Market Efficiency-II," **Journal of Financial Economics** 6, hal. 297 – 330
- Christie, W. G., 1990, "Dividend Yield and Expected Return: The Zero Dividend Puzzle," **Journal of Financial Economics** 28, hal 95 – 125
- Denis, Denis, Sarin, 1994," The Information Content Dividend Changes : Cash Flow Signalling, overinvestment, and Dividend Clienteles," **Journal of Finance and Quantitative Analysis**, Desember hal. 567 – 587

- Dielman, T.E dan Oppenheimer, H. R., 1984," An Examination of Investor Behavior During Period of Large Dividend Change," **Journal of Finance and Quantitative Analysis**, hal. 197 – 216
- Dyl, Edward a., dan Robert A. Weigand, 1998,"The Information Content of Dividend Initiations: Additional Evidence," **Financial Management**, Vol. 27, No. 3, Autumn, pp 227 – 350
- Emillia Frida Y., 2002," Transfer Informasi Intra Industri Di Sekitar Pengumuman Perubahan Dividen," **Simposium Nasional Akuntansi V**, hal. 213 – 233
- Farid Arif Wibowo dan Indriantor, 1998, "Faktor-faktor yang mempengaruhi reaksi pasar terhadap pengumuman dividen saham," **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol. 13, No. 4 hal. 98 - 109
- Firth Michael, 1996," Dividend Changes, Abnormal Return, and Intra Industry Firm Valuation," **Journal Of Financial and Quantitive Analysis**, Vol. 31, No. 2, June pp 189 – 211
- Foster George, 1981," Intra Industry Information Transfer associated with earning release," **Journal of Accounting and Economics**, PP 201 - 232
- Ghosh, Chinmory dan J.R. Woolridge, 1998," An analysis of shareholder Reaction to Divident Cuts ond Omission," **Journal of Financial Research**, hal. 281 – 294
- Gujarati, Damodar, 1995 **Basics Econometrics**, Third Edition, McGraw Hill

- Healy, P. M., dan K. G. Palepu, 1988, "Earning Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions," **Journal of Financial Economics** 21, hal 149 – 175
- Jasso Winarto, 1999, **Rekapitulasi Perbankan**, Majalah Eksekutif, Maret
- Jogiyanto Hartono, 1998 dan 2000, **Teori Portofolio dan analisis Investasi**, Edisi Pertama dan Kedua , BPFE, Yogyakarta
- Jogiyanto Hartono dan Suriyanto, 1999, " Bias di Beta sekuritas dan koreksi untuk pasar modal yang sedang berkembang : Bukti empiris di BEJ," **Seminar Nasional dan Hasil-hasil penelitian Forum Komunikasi Penelitian Manajemen dan Bisnis**, MM Undip
- Kao, C., dan C. Wu, 1994," Tests of Dividend Signalling Using the Marsh-Merton Model: A Generalized Friction Approach," **Journal of Business**, 67, hal 45 – 68
- Kohers, Ninon, 1999," The Industry-Wide Implications of Dividend Omissions and Initiation Announcements and Determinants of Information Transfer," **The Financial Review**, Vol. 34 pp 137 - 158
- Lakonishok. J., dan T. Vermaelen, 1986," Tax-Induced Trading Around Ex-DividendDays," **Journal of Financial Economics**, 16, hal. 287 – 319
- Lang, L.H.P., dan R. H. Litzenberger, 1989,"Dividend Announcement : Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?" **Journal of Financial Economics**, 24, hal. 181 – 191

- Laux, P., Starks, L., Yoon, P.S., 1998," The Relative Important of Competitive in Intra Industry Information Transfers: An Investigation of Dividend Announcements," **Financial Management**, hal. 5 - 16
- Michaely, R., R.H. Thaler dan K.L. Womack, 1995," Price Reaction to Dividend Initiations and Omissions : Overreaction or Drift?" **Journal of Finance**, 50, hal. 573 – 606
- Mitra, Dhevasis dan Jmes E. Owers, 1995," Dividend Initiation Announcement Effects and Firm's Information Environment," **Journal of Business Finance and Accounting**, 22(4), June pp 551 – 573
- Nur Indriantoro dan Bambang Supomo, 1999, **Metode Penelitian Bisnis : Untuk Akuntansi dan Manajemen**, Edisi Pertama, BPFE
- Pettit, R.E., 1972, "Dividend Announcement, Security Performance, and Capital Market Efficiency," **Journal of Finance**, 27, hal. 993 – 1007
- Rina BR. Bukit, dan Jogiyanto H. M., 2000," Reaksi Pasar terhadap Dividend Initiations dan Dividend Omissions : Studi empiris di BEJ," **Simposium Nasional Akuntansi III**, hal 931 – 956
- Setyorini, C. T., 2001," Tranfer Informasi Intra Industri : Efek Pengumuman Inisiasi Dividen oleh Perusahaan Reporter," **Simposium Nasional Akuntansi IV**, hal 196 – 217
- Singgih Santoso, 2003, **Mengatasi Berbagai Masalah Statistik dengan SPSS**, PT Elex Medi Komputindo
- Sugiyono, DR, 2003, **Statistika untuk Penelitian**, cetakan kelima, CV. Alfabeta Bandung

Trimeiningrum, Eny. 1999," Pengaruh Pengumuman Perubahan Dividen terhadap Return Saham Perusahaan Reporter dan Non Reporter dalam Sektor Industri yang Sama di Bursa efek Jakarta ,” Tesis S2 Program Pasca Sarjana UGM

Kolom Perbankan, 1998, **Perbankan Asia Dibedah atau Diamputasi**, Majalah Eksekutif September